

Marco Reboa

PROPRIETÀ E CONTROLLO DI IMPRESA

*Aspetti di
Corporate Governance*

Giuffrè Editore

© Copyright - Giuffrè Editore

Marco Reboa

Proprietà e controllo di impresa

Aspetti di Corporate Governance

Giuffrè Editore

In ricordo di mia madre

NOTE DELL'AUTORE

È dal modello societario che prevede la separazione tra proprietà e controllo d'impresa che deriva gran parte delle questioni affrontate dalla Corporate Governance, tema in passato oggetto di un ristretto dibattito accademico e oggi divenuto di grande attualità, specie per le grandi imprese che vogliono accedere al pubblico risparmio.

Sempre più in queste realtà gli investitori istituzionali tendono ad agire come soci che partecipano attivamente alla vita delle società emittenti e, di conseguenza, operano meno in ottica di breve termine, anche per il minor grado di liquidità degli investimenti azionari presenti nei portafogli di questi maggiori player, che talvolta possono incontrare difficoltà nello smobilizzare i titoli detenuti per conto dei risparmiatori.

Va da sé che se si attenua anche solo parzialmente la protezione offerta dai diritti di "exit", viene necessariamente riconosciuta una crescente importanza a quelli di "voice". Peraltro l'esercizio di questi ultimi diritti richiede un contesto ambientale che, informato a regole di buon governo societario e in un quadro di riferimento normativo compatibile con le esigenze degli operatori economici, sia in grado di tutelare adeguatamente gli interessi degli azionisti di minoranza (primi tra tutti gli investitori istituzionali) che, per l'appunto, vogliono "far sentire la loro voce".

In questo senso, la protezione degli azionisti outsider rappresenta un aspetto centrale della Corporate Governance. Non si tratta di un'istanza fine a se stessa, né di un atto di pura liberalità, quanto di un problema di efficienza del sistema economico: è dimostrato infatti che la protezione degli azionisti outsider è condizione imprescindibile perché si svi-

luppi un mercato azionario efficiente e progredito, capace nell'era della globalizzazione finanziaria di affrontare la concorrenza internazionale e attrarre capitali in cerca d'impiego, a tutto beneficio del sistema imprenditoriale nazionale.

Sarebbe pertanto riduttivo discutere della Corporate Governance ponendo l'accento pressoché esclusivamente sulle norme e sui regolamenti posti a presidio degli interessi delle minoranze. Un buon sistema di governo economico va ben di là dal livello di protezione assicurato per prevenire comportamenti opportunistici o scorretti da parte di chi esercita il controllo sull'attività aziendale, perché, oltre a questa forma di tutela, favorisce soprattutto il formarsi di un ambiente decisionale nel quale possono maturare politiche di qualità, dalle quali, in ultima analisi, dipende la prosperità d'impresa. Ecco che il sistema di Governance rappresenta una leva fondamentale per migliorare sistematicamente le performance aziendali e per rispondere ad una diffusa esigenza di trasparenza; bisogna che per l'appunto sorga prepotentemente in un modello societario fondato sulla separazione tra proprietà e controllo d'impresa.

Questo libro, pensato in primo luogo per gli studenti dei corsi universitari di Economia aziendale, introduce alla Corporate Governance avvalendosi dei preziosi contributi forniti dalle diverse discipline che si sono occupate del tema (Economia politica, Diritto societario, Finanza, Organizzazione, Law Economics e così via), ma con l'ambizione di inquadrare e collocare questi contributi in una visione unitaria del fenomeno aziendale e del contesto ambientale in cui esso si svolge.

A questo profilo di studio si ricollega quindi l'impianto dello scritto. Dapprima si tratta del sistema di governo economico come strumento per equilibrare le aspettative dei diversi stakeholder perché capace di prevenire, e se del caso dirimere, possibili conflitti tra le diverse categorie d'interessi che gravitano attorno all'impresa. Principio cardine su cui fondare il processo di contemperamento delle attese è quello della "accountability" (termine difficilmente traducibile nella nostra

lingua), che evoca il riconoscimento della responsabilità d'impresa nei confronti del suo ambiente e l'attitudine a rendere conto delle proprie azioni e dei propri comportamenti. In assenza di una convinta adesione al principio della "accountability", la trasparenza dell'informazione e l'apertura all'esterno (disclosure) corrono il rischio di diventare concetti davvero poco pregnanti (Capitolo 1). Il riferimento al governo economico rinvia inevitabilmente al tema del finalismo d'impresa (secondo i giuristi il cosiddetto "interesse sociale"), che viene sviluppato qualificando il valore economico in una concezione ampia e temporalmente estesa: la generazione di valore nel medio lungo termine significa duraturo benessere dell'impresa, a cui si accompagna anche l'accrescimento del benessere fruibile da parte di tutti i protagonisti. Illustrato il percorso evolutivo che, sia pure con intensità diversa nei modelli di capitalismo considerati, ha condotto alla progressiva separazione tra proprietà e controllo d'impresa, si approfondiscono successivamente i "costi di agenzia", così definiti in letteratura proprio per sottolineare il fatto che chi gestisce l'impresa ("l'agente") non è il proprietario ("il principal"). I costi in parola sono riscontrabili sia nelle public companies sia nelle società definite eterodirette, che qualificano il nostro tessuto imprenditoriale (Capitolo 2). Si è poi osservato come l'eccezionale crescita del risparmio gestito attribuisce inevitabilmente grandi responsabilità agli investitori istituzionali per la centralità del ruolo che viene ad essi assegnato all'interno del sistema finanziario: responsabilità ovviamente nei confronti dei sottoscrittori, ma responsabilità anche nei confronti delle società emittenti, in qualità di loro importanti azionisti (Capitolo 3). Certo è che il miglioramento del sistema di Governance innesta un circuito virtuoso destinato nel contempo a rispondere agli interessi del mercato azionario ed a quelli delle imprese emittenti. Del resto, si è già accennato come il mercato — che si esprime prevalentemente tramite il giudizio degli investitori istituzionali — vede nella qualità del governo aziendale (inteso anche nei suoi caratteri di trasparenza e di

accountability) un'importante leva per accrescere il valore dell'investimento nel capitale azionario e per assicurare un'adeguata protezione ai diritti dei soci outsider. Le imprese, a loro volta, hanno tutto l'interesse a rispondere positivamente a queste istanze, poiché in ciò ravvisano l'opportunità di attirare nuovo capitale di rischio a condizioni più vantaggiose. Nell'esaminare e nel valutare le questioni afferenti la Corporate Governance, non si può poi ignorare il fatto che, nella prospettiva di globalizzazione finanziaria, gli ordinamenti e le imprese locali sono in competizione tra loro per catturare l'offerta di risparmio. Nella parte conclusiva dello scritto (Capitolo 4) ci si è posti tra l'altro l'interrogativo se gli investitori istituzionali possono ricoprire il ruolo degli « azionisti ideali del capitalismo di domani », vale a dire essere gli attori di un profondo cambiamento del sistema di governo economico nella direzione di una sempre maggiore trasparenza e rendicontabilità verso l'ambiente circostante.

Nel libro non sono state pertanto approfondite tematiche proprie della Corporate Governance, quali le regole sulla composizione e sul funzionamento dei consigli di amministrazione e, più in genere, le norme attuative di buon governo informate ai codici di autodisciplina. Alla trattazione di questi importantissimi aspetti sarà dedicato un successivo scritto, già avviato e che conto di consegnare al più presto all'Editore.

Le persone nei cui confronti nutro gratitudine sono troppo numerose per essere qui ricordate. L'elenco comprende coloro che mi sono stati e mi sono tutt'ora maestri nell'attività universitaria; amici e colleghi dell'Università Carlo Cattaneo di Castellanza, della Seconda Facoltà di Economia dell'Università Cattolica e dell'Università Bocconi; imprenditori e dirigenti che, con un continuo e ricco scambio di idee ed esperienze, hanno stimolato in me riflessioni e sollecitazioni per nuovi approfondimenti. Sempre di grande interesse sono inoltre risultate le giornate di studio periodicamente organizzate da Assogestioni, che da tempo promuove fecondi dibattiti sul tema.

Rivolgo poi un grazie davvero particolare al Prof. Giorgio Brunetti, che con grande amicizia ha letto anche questo mio ultimo scritto fornendomi, come sempre, puntuali suggerimenti.

La responsabilità delle inesattezze e dei limiti presenti nel lavoro resta comunque esclusivamente mia.

Milano, 15 ottobre 2001

INDICE

<i>Note dell'autore</i>	VII
-------------------------------	-----

Capitolo Primo

LA CORPORATE GOVERNANCE E GLI INTERLOCUTORI AZIENDALI

Premessa	1
1.1. <i>Corporate Governance</i> : prime definizioni	3
1.2. La <i>Corporate Governance</i> nella concezione sistemica e nella concezione contrattualista d'impresa	7
1.3. La <i>Corporate Governance</i> come strumento per allineare gli interessi convergenti nell'impresa	16

Capitolo Secondo

LA CORPORATE GOVERNANCE E LE RELAZIONI DI AGENZIA

Premessa	27
2.1. L'arte del governo economico: la strategia generale d'im- presa	29
2.2. Il valore economico come indicatore di ricchezza per tutti i protagonisti	32
2.3. La proprietà e il controllo d'impresa	39
2.4. I costi di agenzia	56
2.5. Costi di agenzia e temi di <i>Corporate Governance</i> : una prima classificazione	74
2.6. Il consiglio di amministrazione anello tra la proprietà e il controllo d'impresa	81

Capitolo Terzo
GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI,
LA GLOBALIZZAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO
E LA CORPORATE GOVERNANCE

Premessa	89
3.1. La <i>Corporate Governance</i> : un tema attuale.....	91
3.2. Lo <i>shareholder activism</i> , strumento a disposizione degli investitori istituzionali.....	109
3.3. La <i>Corporate Governance</i> nella prospettiva di globalizzazione dei mercati finanziari.....	131

Capitolo Quarto
PROPRIETÀ E CONTROLLO
NEL CAPITALISMO DI DOMANI

Premessa	167
4.1. La <i>Corporate Governance</i> ed il valore di mercato delle società emittenti	168
4.2. L'«azionista ideale» nell'ottica della <i>Corporate Governance</i> ..	179
4.3. Le responsabilità degli investitori istituzionali nell'ottica di un nuovo modello di <i>Governance</i>	187
<i>Bibliografia</i>	201

Capitolo Primo

LA CORPORATE GOVERNANCE E GLI INTERLOCUTORI AZIENDALI

Sommario: Premessa. — 1.1. *Corporate Governance*: prime definizioni. — 1.2. La *Corporate Governance* nella concezione sistemica e nella concezione contrattualista d'impresa. — 1.3. La *Corporate Governance* come strumento per allineare gli interessi convergenti nell'impresa.

Premessa

Questo primo capitolo ha lo scopo di introdurre i temi di *Corporate Governance* collocandoli all'interno di una concezione sistemica dell'impresa e dei suoi rapporti con l'ambiente. A tal fine, nei paragrafi che seguono si sviluppano le seguenti proposizioni.

La realizzazione della ragion d'essere d'impresa — a cui fa inevitabilmente seguito la generazione di nuovo valore economico — richiede un sistema di governo di qualità. Perché tale sistema si attivi e conservi nel tempo la sua efficacia, è importante che esso si svolga in un contesto di regole di natura diversa — improntate a norme legislative e di autodisciplina, a meccanismi direzionali, a valori etici ed imprenditoriali — che favoriscano il formarsi di un ambiente decisionale nel quale maturino correttamente le massime scelte di governo economico e nel quale sia possibile monitorare sistematicamente il grado di raggiungimento delle performance aziendali agli obiettivi prefissati.

Le regole in parola hanno tra l'altro in comune lo scopo di prevenire, e se del caso dirimere, i possibili con-

flitti tra le diverse categorie di interessi che gravitano attorno all'impresa, assicurando la trasparenza sull'attività di impresa mediante una corretta informazione.

Trattando degli interlocutori aziendali ci si riferisce anzitutto ad azionisti e manager, soggetti cioè che presentano aspettative non sempre coincidenti e che sono istituzionalmente demandati ad esprimere gli organi massimi del governo societario.

Il fatto è, che la piena realizzazione della ragion d'essere d'impresa passa attraverso il consenso anche di altri attori, i cosiddetti *stakeholder*, che, a vario titolo, offrono fattori produttivi e vari contributi all'attività d'impresa e, per tale motivo, nutrono legittime aspettative nei confronti della stessa. È questo il caso del personale in genere, degli istituti finanziatori, dei clienti, dei fornitori e degli altri partner industriali, ma anche della comunità in senso lato. Ciò che qui preme rilevare è che la prosperità aziendale di lungo periodo non può prescindere dalla correttezza e dalla reciproca soddisfazione dei rapporti intrattenuti dall'impresa con questi interlocutori. Un buon sistema di governo societario deve quindi prevedere al suo interno regole atte a conciliare e tutelare anche questi ultimi interessi, garantendo loro un'informativa adeguata.

Il processo di contemperamento e di ricerca di un equilibrio dinamico tra i diversi interessi — *shareholder*, *manager*, *stakeholder* — fonda pertanto la propria credibilità sulla correttezza e sulla trasparenza riscontrate e riscontrabili all'interno del sistema di governo societario. Ma perché trasparenza e correttezza siano principi realmente trainanti è indispensabile un'adesione preliminare, ferma e convinta, al principio cardine dell'*accountability* (letteralmente significa rendicontabilità); vale a dire al riconoscimento della responsabilità dell'impresa nei confronti del suo ambiente e della conseguente attitudine a rendere conto delle proprie azioni e dei propri comportamenti.

1.1. *Corporate Governance*: prime definizioni

La nozione di C.G. in senso proprio

In questi ultimi anni le problematiche connesse alla *Corporate Governace* hanno suscitato un crescente interesse e, come sovente accade con i temi di “importazione” che si affacciano prepotentemente alla ribalta, si assiste ad un uso del termine con significati non sempre univoci e dai confini tra loro assai mutevoli. A ciò si aggiunga il fatto che il termine *Corporate Governance* non risulta agevolmente traducibile nella nostra lingua, sicché ciò ha contribuito ad accrescerne per molti versi l'indeterminatezza.

Nella sua essenza con questo termine si intende “*il modo in cui le imprese sono governate e controllate*” (1): tale sintesi è evocativa del sistema di governo economico e, quindi, della struttura e delle modalità di funzionamento dei massimi organi societari, delle responsabilità e degli obblighi dei soggetti che li compongono, delle procedure per la loro nomina (revoca) e di controllo sul loro operato. L'accento è prevalentemente posto sui sistemi di governo delle grandi imprese — che in genere accedono al pubblico risparmio — per le complessità gestionali connesse alle loro dimensioni e per la numerosità e rilevanza degli interessi coinvolti.

Con riferimento a quanto illustrato in premessa, sono evidenti i riferimenti tra la nozione di *Corporate Governance* ed il complesso di regole — che definiscono strutture, meccanismi e processi — destinate a migliorare l'attività di governo e di controllo dell'impresa e, contestualmente, ad accrescerne le performance. Del pari, sono strettamente connessi al tema della *Corporate Governance* i principi della trasparenza e della correttezza delle regole in parola, al fine di rendere compiutamente conto anche dell'operato degli or-

(1) Dalla definizione di Sir Adrian Cadbury, secondo il quale la *Corporate Governance* esprime: “the way in wich companies are directed and controlled”.

gani di governo economico. Se mai occorre domandarsi a quali soggetti gli organi societari siano chiamati a rispondere e con riguardo a quali azioni svolte nell'espletamento del loro mandato. Il valore dell'*accountability* può di conseguenza essere declinato in senso ristretto o in senso pervasivo, a seconda del grado d'apertura verso l'esterno a cui informare il principio della "rendicontabilità". Si ha significato ristretto quando si assume che gli organi di governo societario devono rendere conto del loro operato pressoché esclusivamente agli azionisti, in quanto sopportano più di altri il rischio d'impresa; si ha significato pervasivo, quando si assume che gli organi di governo societario devono rendere conto del loro operato a diverse categorie di interessi (*stakeholder*), in quanto apportano contributi rilevanti per lo svolgersi della vita aziendale. Si premette che, nel prosieguo, si farà riferimento ad una visione pervasiva di *accountability*: tale approccio, che risulta indubbiamente più vicino alla letteratura aziendalistica del nostro continente, va incontrando sempre più consensi anche nei recenti studi statunitensi (2). Tuttavia, al fine di sgomberare il campo da possibili equivoci, si premette sin d'ora che una concezione ampia delle responsabilità d'impresa, che abbracci cioè le numerose relazioni intrattenute con i diversi interlocutori aziendali, non può e non deve essere interpretata come una richiesta di mutare nel sistema di governo societario regole di partecipazione "democratica", che sono invece proprie dei sistemi di governo di altre istituzioni (ad esempio Stati, Organizzazioni internazionali e così via). L'esercizio efficace dell'attività di leadership aziendale richiede unitarietà di comando e prontezza decisionale. La ricerca del consenso attorno all'operato degli organi di governo societario deve fondarsi sui principi dell'economia aziendale e non può dunque informarsi, secondo idee dal sapore populista, ai principi della

(2) Tra gli altri Cfr. R. Monks e N. Minow, *Corporate Governance*, e A. Davies, *A Strategic Approach to Corporate Governance*.

democrazia politica tradizionalmente connaturati in altre istituzioni, pena la negazione dell'imprescindibile ruolo economico dell'impresa e, di conseguenza, della sua stessa ragion d'essere.

La nozione di C.G. in senso allargato

In questa parte del lavoro dai contenuti definitivi, è opportuno aggiungere che il termine *Corporate Governance* è talvolta usato con accezione più ampia di quella sino a qui fornita. Nella sua accezione allargata, infatti, il tema della *Corporate Governance* arriva a comprendere al suo interno anche regole e quant'altro ha a che fare affinché il "controllo" sulle imprese sia sempre allocabile sul mercato secondo efficienza; vale a dire affinché il "potere" sia attribuibile agli operatori in grado di esercitarlo nel modo più appropriato, per quanto possibile indipendentemente dalle loro personali disponibilità finanziarie (3). A monte vi è la considerazione che il sistema di governo societario — in sintesi composizione e modalità di funzionamento degli organi di governo nonché controllo delle imprese — è fortemente influenzato dalle caratteristiche (struttura *in primis*) dell'assetto proprietario dell'azienda e, se del caso, dalle possibilità offerte per il suo ricambio. Proseguendo lungo tale direzione, ricadrebbero pertanto nell'ambito della *Corporate Governance* problematiche di più ampio respiro, che vertono attorno all'eventuale superiorità di talune forme di struttura proprietaria rispetto ad altre e che, di conseguenza, tendono a favorire l'adozione di una forma in luogo di un'altra. Come facilmente intuibile, si sta qui argomentando di un'opinione assai radicata in alcuni ambienti, secondo la quale l'affermarsi di imprese a proprietà diffusa senza forme di controllo precostituito (le cosiddette *public companies*) porterebbe indubbio giovamento all'efficienza del sistema econo-

(3) Per tutti, F. Barca, *Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano*.

mico. In un mercato finanziario ben funzionante, il cambiamento del controllo, anche senza il consenso da parte di chi ne è detentore, resta la soluzione estrema per sostituire un sistema di governo societario inadatto a valorizzare le risorse, che, a vario titolo, sono state affidate all'impresa. La concreta minaccia di *takeover* diviene quindi di per sé un potente strumento deterrente per disciplinare l'impresa non efficiente. Conseguenza che la società a controllo contendibile diviene un modello di riferimento verso cui dovrebbe tendenzialmente convergere la *Corporate Governance* nella sua accezione allargata, che, inevitabilmente, rinvierebbe per coerenza anche a tematiche di fondo di politica economica, a principi generali dell'ordinamento giuridico, a norme di struttura e funzionamento dei mercati finanziari e così via discorrendo. Ora, a tale riguardo si osserva anzitutto come la letteratura economica ha dimostrato l'impossibilità di formulare un giudizio di assoluta superiorità del modello a proprietà diffusa rispetto a quello del controllo precostituito, in quanto la preferenza *teorica* si orienta verso l'una o l'altra delle due strutture proprietarie in ragione di specifici fattori (quali il tasso di crescita dell'attività aziendale, il livello dell'autofinanziamento, la rischiosità del settore) (4). Nell'affrontare il problema, non si possono del resto neppure ignorare i differenti contesti storico-economici in cui si sono sviluppati i vari sistemi capitalistici ("manageriale", "familiare", "banco centrico") operanti nei diversi sistemi paese, a conferma pertanto della vischiosità dei modelli giuridici economici teorizzata dalla cosiddetta *path dependence* (5). Piuttosto vi è da osservare che il problema della contendibilità del controllo non pare qui correttamente posto. In altri termini, nell'ambito del sistema di governo economico non rileva

(4) V. *Infra* par. 3.3.

(5) Secondo la « *path dependence* » gli assetti proprietari, le regole di governo societario riscontrabili in un dato momento nei diversi paesi, dipendono dal loro passato, cioè dalla situazione e dalla struttura di partenza. V. *Il mito della Corporate Governance*, di G. Rossi.

tanto il modello di controllo proprietario, che di certo non può derivare da norme di legge essendo il risultato di una convenienza sancita dal mercato, quanto il fatto che il management sia posto nelle condizioni di agire in autonomia, indirizzando i propri sforzi esclusivamente verso l'obiettivo di generare nuovo valore economico.

1.2. La *Corporate Governance* nella concezione sistemica e nella concezione contrattualista d'impresa

La concezione sistemica d'impresa

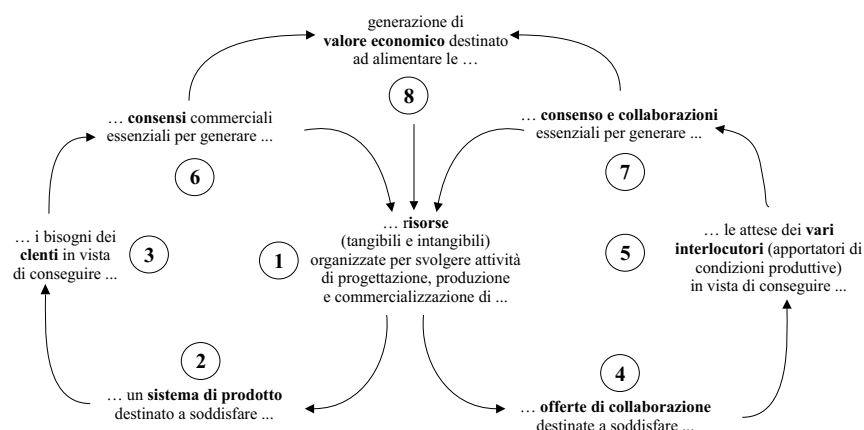
La concezione sistemica dell'impresa, proposta dalla scuola aziendale istituzionale, può essere agevolmente rappresentata proponendo un noto modello, che configura l'azienda come un insieme di attività e risorse — tangibili e intangibili — organizzate ai fini produttivi e di flussi, che esprimono le relazioni dinamiche che collegano l'impresa ai suoi diversi interlocutori (V. Figura 1.1) (6). L'impresa (1) realizza la sua ragion d'essere nella produzione di beni e servizi (2), atti a soddisfare i bisogni dei propri clienti (3), e nel rispondere compiutamente, proponendo adeguate offerte di collaborazione (4), alle aspettative dei suoi interlocutori (5), che mettono a disposizione dell'impresa risorse e collaborazioni di qualsiasi tipo occorrenti ai fini produttivi. L'impresa ricerca quindi la sua piena funzionalità nel tempo e fa fronte alle sue esigenze di sviluppo duraturo attraverso questa duplice produzione di beni/ servizi destinati ai clienti e di ricompense (in senso lato) destinate ai diversi interlocutori, che offrono all'impresa i consensi e le collaborazioni che le sono necessari (6 e 7).

Infatti, perché il sistema così delineato possa raggiungere il suo equilibrio e mantenerlo nel tempo, è necessario

(6) Figura adattata da *Il problema della valutazione della strategia*, di V. Coda.

che i bisogni dei clienti siano soddisfatti contestualmente alle attese di tutti gli interlocutori che controllano le risorse di cui l'impresa ha bisogno e che da tutti giungano consenso e collaborazione essenziali per la produzione di beni e servizi; questi devono ovviamente avere un valore costantemente superiore al costo complessivo delle risorse (comprehensive ovviamente del fattore capitale di rischio) impiegate per produrli. In ultima analisi, si innesta in tal modo un meccanismo virtuoso di generazione di nuovo valore economico (8).

Figura 1.1. — Una rappresentazione del sistema aziendale



Il ruolo del management è di conseguenza concepito come quello di chi è responsabile della continuità, dell'autonomia e dell'economicità della gestione; ovvero della piena e duratura funzionalità d'impresa. Tale ruolo si esplica nell'esercizio del potere di governo sulla stessa, che, per necessità, richiede tra l'altro un'assidua opera di temperamento, in logica collaborativa e non antagonista, delle attese e dei diversi interessi che convergono attorno all'impresa (7). È ine-

(7) È interessante osservare come la concezione sistemica d'impresa ora delineata, che è propria della scuola italiana di Economia Aziendale (per tutti G. Ferrero, cap. 1 di *Impresa e Management* e

vitabile il rinvio a quell'insieme di regole di "buon governo", a cui si faceva cenno nel precedente paragrafo, destinate a prevenire e, se del caso, dirimere i possibili conflitti che possono insorgere tra le varie classi di interlocutori aziendali.

La concezione contrattualista d'impresa

Nello sviluppare il ragionamento, è possibile, pur con tutte le cautele del caso, individuare alcuni punti di contatto che uniscono la visione d'impresa dianzi proposta con quella cosiddetta "contrattualista": in particolare, il riferimento è all'enfasi posta da entrambi i modelli sulla criticità delle relazioni di natura continuativa che si instaurano tra l'impresa e i suoi diversi interlocutori.

Secondo la concezione contrattualista, che in senso letterale trae origine dal filone di studi di *Law and Economics*, l'impresa moderna può essere letta come una sorta di creatura artificiale del diritto positivo, che permette a diversi individui di associarsi per conseguire differenti finalità precostituite: in questo senso, essa rappresenta il risultato darwiniano dell'evoluzione efficiente delle forze di mercato.

U. Bertini, *Il sistema d'azienda*), abbia progressivamente guadagnato consensi anche nella scuola di management statunitense, tradizionalmente ancorata al mito della superiorità degli interessi degli azionisti. Scrive C.K. Prahalad "The world has changed. Capital is still essential for growth, and capital markets will continue to impose a certain discipline in the form of required rates of returns on firm that make use of it. What is relatively new, however is the intensity of global competition of other key stakeholders. While capital remains a necessary ingredient, access to a specialized talent (labor) and to specialized supplier have become much more important factors in corporations' ability to compete in increasingly sophisticated and global consumer markets. And just as capital has long been viewed by economists as trading in distinct "market", I will argue that the services of stakeholders groups such as consumers, employees and suppliers now each deserve to be regarded as trading in separate "market" in its own right, each with its own distinctive set of characteristics and internal dynamics". Da, *Corporate Governance Value or Corporate Value Added? Rethinking the Primacy of Shareholder Value*, di Prahalad.

L'impresa è dunque un tipo di finzione legale, *fictio juris* (8), che serve come nesso di relazioni contrattuali (intreccio di contratti) che stabiliscono i diritti e gli obblighi dei proprietari dei fattori di produzione impiegati (*input*), comprensivi dei capitali a qualunque titolo apportati, delle competenze manageriali e di quant'altro occorrente per lo svolgimento dell'attività economica. I "contratti" soggiacenti al concetto d'impresa — nel definire le modalità secondo cui i fattori di produzione si riuniscono per operare sinergicamente e, nel contempo, i criteri secondo cui il *valore* aziendale prodotto viene distribuito tra i proprietari dei fattori di produzione — stabiliscono preliminarmente l'intensità e la convenienza dei rapporti intrattenuti da parte dei diversi interlocutori aziendali. Appare del resto evidente come l'impresa si trova sempre al centro di una complessa catena di giudizi di valore: i suoi clienti giudicano se il valore attribuibile al prodotto offerto è superiore al suo prezzo; i collaboratori aziendali vagliano se l'insieme di ricompense che ricevono valgono almeno l'impegno e i sacrifici loro richiesti; i fornitori osservano se il prezzo riconosciuto dall'impresa remunera adeguatamente i costi sostenuti per ottenere il bene o servizio ceduto, i finanziatori considerano se il

(8) La visione d'impresa come nesso di contratti deriva nella letteratura giuridica da una reinterpretazione di R. Coase, *The Nature of the Firm*. In tema di organizzazione economica del lavoro, Williamson, in, *The Economic Institution of Capitalism*, ha sviluppato un approccio che presenta parecchie analogie e che assume come unità fondamentale di analisi la specifica transazione (simile quindi alla nozione di contratto). In accordo con Coase, l'istituzione può pertanto essere vista come un organismo che esiste in quanto "scambia" mediante contratti ed il suo funzionamento è giustificato perché consente per l'appunto di ridurre i costi d'uso del contratto.

Nella letteratura aziendale nazionale si trova qualche analogia con la definizione di "impresa, intesa prevalentemente come centro di rapporti, in una concezione che riflette l'ideale di salvaguardia dei diritti dei soggetti, interni ed esterni all'azienda" elaborata da E. Ardemani, in *L'evoluzione del concetto di impresa e dei sistemi contabili in Italia*.

ritorno atteso sul capitale messo a disposizione vale il rischio connesso all'incertezza dei risultati.

Come in precedenza accennato, secondo la concezione ora proposta i “contratti”, su cui si fondano i rapporti di scambio con l'impresa, rappresentano la naturale garanzia offerta ai vari interlocutori aziendali. Tale forma di salvaguardia non agirebbe invece nei confronti dei proprietari del capitale di rischio, i quali, per definizione, accettano di essere remunerati dopo tutti gli altri interlocutori. Ad essi spetta la parte residuale del valore economico prodotto dall'impresa (l'utile netto *in primis*); su di essi, di conseguenza, grava l'alea della gestione. Ed è proprio il carattere di remunerazione residuale a far sì che sugli azionisti si riversino elevate condizioni di rischiosità, invece assenti o fortemente limitate per gli altri proprietari di fattori produttivi che, proprio in virtù delle loro posizioni contrattuali, instaurano con l'impresa rapporti regolamentati a condizioni prefissate (9). Come se non bastasse, viene fatto osservare come i fornitori del fattore capitale di rischio, proprio per la natura della risorsa conferita, si “spossessano” definitivamente del bene apportato a completo beneficio dell'impresa. Vi è quindi differenza rispetto ai proprietari degli altri elementi (si pensi ai fornitori di capacità manageriali, di attività fisse, di materie prime, di servizi professionali e così via), i quali mantengono un legame con il fattore produttivo conferito e, talvolta, dispongono pure della facoltà di rientrarne in possesso, sostenuti nei loro diritti anche da meccanismi legali.

Dall'insieme di queste considerazioni discende la prerogativa degli azionisti di esercitare il governo economico dell'impresa, che si esplica nell'assumere decisioni e nell'esercitare il controllo su quanto, coerentemente con le premesse illustrate, non è già stato specificatamente trattato / regola-

(9) Sul reale profilo di rischio soggiacente le relazioni contrattuali con i vari interlocutori aziendali si rinvia al successivo par. 1.3.

mentato nei contratti posti in essere con gli altri interlocutori, vale a dire con i proprietari degli altri fattori produttivi apportati. Perché il sistema economico funzioni correttamente nel suo complesso e perché l'attività aziendale si svolga secondo duratura funzionalità, è necessario che i mercati operino in modo efficiente ed a costi contenuti, così da permettere alle parti in causa di svolgere la libera contrattazione e dare pertanto origine all'intreccio "ottimale" di relazioni su cui si fonda l'impresa nella visione contrattualista. Ciò, ad esempio, è riscontrabile per i conferenti il capitale di rischio, che vedono nell'efficienza del mercato azionario la condizione indispensabile per trasferire o diversificare a costi accettabili il fattore produttivo offerto. Si può per molti versi affermare che gli azionisti perdono gradualmente interesse ad esercitare il controllo diretto sull'operato del management via via che aumenta l'efficienza del mercato e, nel contempo, diminuiscono i costi di transazione di quote di capitale azionario. Analogamente, ma disgiuntamente, i manager hanno sempre la possibilità di trasferirsi da un'impresa all'altra in un mercato del "lavoro" efficiente; tale opportunità si dischiude loro con maggiore intensità in ragione delle loro competenze professionali, comprovate dalle performance ottenute dalle imprese da cui essi provengono. È quindi interesse della classe manageriale dirigere imprese di successo, ovvero accrescerne il valore economico, in coincidenza con le aspettative degli azionisti. Secondo questo approccio, non è affatto escluso che possano comunque sorgere conflitti di interesse tra azionisti e manager; i secondi, infatti, non perdono incentivi opportunistici a perseguire il loro interesse con comportamenti che danno ragione dei "costi di agenzia" (*agency costs*), ampiamente commentati nel prosieguo. Tuttavia i comportamenti in parola possono essere minimizzati nell'ambito dei processi di contrattazione privata, sia attraverso meccanismi interni d'azienda, sia, in misura assai più efficace, attraverso quelli esterni di mercato.

I primi, legati all'*insider system*, sono rappresentati tra l'altro dai sistemi di controllo e di vigilanza sull'operato del management e da specifici contratti integrativi, che tendono ad agganciare i compensi del management alle performance aziendali, al fine di riallineare gli interessi degli azionisti con quelli di chi gestisce l'azienda.

I meccanismi esterni, riconducibili in estrema sintesi al cosiddetto *market for control*, tendono a riequilibrare eventuali disfunzioni dei meccanismi interni. Il monitoraggio e la disciplina del management sono quindi esercitabili da un mercato dotato di efficienza informativa. L'incombente minaccia di scalate ostili disincentiva comportamenti opportunistici da parte del management, consapevole che sarebbe destinato ad essere sostituito qualora il *takeover* abbia esito positivo.

Il "consenso" come strumento sostitutivo dei contratti "incompleti"

A ben vedere, se si accogliesse la visione dell'impresa evocata dalla scuola "contrattualista", verrebbe considerevolmente ridimensionato l'interesse per i temi connessi alla *Corporate Governance*, beninteso nella sua accezione propria, a prescindere quindi da più ampie problematiche riguardanti la struttura dell'assetto proprietario aziendale. Del resto, in un ambiente decisionale scandito e regolamentato da contratti, che dettagliano sotto ogni aspetto le relazioni instauratesi con gli interlocutori aziendali non azionisti, si ridurrebbero inevitabilmente gli spazi di discrezionalità lasciati agli organi di governo economico. Gli aspetti conflittuali, o suscettibili di divenirlo, con i proprietari dei fattori produttivi, si manifesterebbero soprattutto nella fase "precontrattuale", quella cioè dedicata a chiarire (*ex ante*) i contenuti di un accordo mutuamente vantaggioso. Nella fase successiva, stabiliti quindi per contratto diritti ed obblighi a carico delle parti, non dovrebbero più sussistere motivi per rinegoziare (*ex post*) i termini dell'accordo e, in ultima analisi, per affron-

tare e/o dirimere possibili contrasti di interessi tra l'impresa e i suoi interlocutori o all'interno di questi ultimi; sempreché, come ovvio, una delle parti non sia inadempiente. Il fatto è che i contratti, come l'esperienza insegna, non sono mai "completi", tali cioè da porre le parti al riparo da possibili conflitti e, soprattutto, non pare realistico assimilare le durature relazioni intrattenute dall'impresa con i suoi principali interlocutori alla stregua di contratti né, tanto meno, di contratti "perfetti" o "completi". Del resto, l'"incompiutezza" dei contratti — unitamente alla "razionalità limitata" dei contraenti (l'incapacità cioè degli individui nel prevedere tutte le possibili eventualità rilevanti che potrebbero sorgere da un accordo) — è circostanza nota e riconosciuta anche del filone di studi in oggetto, che, non a caso, introduce le figure dei cosiddetti contratti "*relazionali*" e dei contratti "*impliciti*" come mezzi per regolare e strutturare le relazioni tra operatori economici quando i contratti "completi", o ragionevolmente tali, siano troppo costosi o addirittura impossibili (10).

Queste nuove categorie concettuali, a cui fa riferimento la teoria contrattualistica, non risolvono in ogni caso compiutamente il problema centrale attorno a cui vertono i rapporti dell'impresa con i suoi vari *stakeholder*, che è sempre un problema di consenso (11). Il consenso, a sua volta, dipende dal grado di attrattività del rapporto di partecipa-

(10) In un famoso saggio, Mitsuhiro Fukao individua nei cosiddetti contratti impliciti l'elemento portante dei potenti ed articolati aggregati interaziendali giapponesi che vanno sotto il nome di *keireitsu*. In particolare, si legge: "The relations of companies supplying a major assembler such as Toyota, Nissan or Honda is usually called a « production keireitsu » (a Japanese word for series of thing organized to perform a function). Transactions among companies in keireitsu are most often based on long term implicit contracts instead of being ordinary arm's length transactions". Da M. Fukao, cap. 3, di *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*.

(11) Sul modello di gestione del consenso, si rinvia al cap. 16 di, *Orientamento Strategico di fondo*, di V. Coda.

zione all'impresa percepito dai suoi interlocutori, che controllano e apportano le risorse necessarie allo svolgimento dell'attività aziendale. Ma l'attrattività percepita non può di certo essere analiticamente declinata in tutte le sue determinanti in termini di dettami contrattuali, mentre è inevitabilmente soggetta a cambiamenti di giudizi, non da ultimo a seguito dei naturali cambiamenti a cui sono soggette le aspettative degli *stakeholder*. Quanto al primo aspetto, si considerino a titolo esemplificativo talune variabili "soft" qualificanti il rapporto tra l'impresa ed i suoi *stakeholder* (12). La qualità delle relazioni con i collaboratori è certamente informata ai livelli remunerativi pattuiti, ma risente parimenti della soddisfazione ricavata nel lavoro, delle opportunità di crescita professionale e di carriera, dello spirito con cui il collaboratore s'identifica nell'istituto-impresa: elementi, questi ultimi, che non possono essere definiti e previsti analiticamente in accordi negoziali. Del pari, la qualità delle relazioni con i fornitori e con gli altri partner industriali e finanziari rispecchia la remuneratività della specifica transazione posta in essere, ma non può prescindere da condizioni che vanno al di là del singolo contratto e che riguardano la stabilità e la continuità del rapporto nel futuro, la ricerca e la realizzazione di soluzioni e combinazioni che, nel contesto di un "un gioco a somma maggiore di zero", siano mutuamente vantaggiose per l'impresa e per i suoi fornitori. Si è inoltre osservato come, nel tempo, si evolvono le relazioni con gli *stakeholder* e variano contestualmente le loro prospettive sul grado di attrattività della collaborazione con l'impresa: sotto questo punto di vista influiscono i rapporti sperimentati in passato, il giudizio ma-

(12) Mario Cattaneo, in *L'impresa all'inizio degli anni '90*, osserva come "viene storicamente rilevato con evidenza crescente che ogni protagonista tende ad esprimere verso l'impresa interessi composti, a formare i quali concorrono aspettative di conseguimento sia di valore monetario sia di valori diversi che fanno capo al medesimo individuo".

turato sull'equilibrio raggiunto tra contributi prestati e ricompense ricevute, la percezione dell'importanza del contributo offerto in vista dell'accrescimento della complessiva ricchezza aziendale, la base informativa di cui disporre per negoziare i criteri di distribuzione del valore generato con il concorso di tutti e via discorrendo.

Il profilo predominante a cui informare i rapporti con gli *stakeholder* è pertanto quello del consenso attorno agli obiettivi e agli indirizzi di gestione che l'impresa — momento di sintesi e non di antitesi tra molteplici e differenziati interessi — intende perseguire. Un consenso dalle solide basi non può quindi che trovare fondamenta nel contesto di rapporti duraturi con i diversi interlocutori; rapporti che, giocoforza, devono essere gestiti attivamente con continuità e coerenza nell'ambito di regole idonee a garantire la fiducia e la reciproca soddisfazione dei soggetti che gravitano attorno all'istituto impresa (13).

1.3. La *Corporate Governance* come strumento per allineare gli interessi convergenti nell'impresa

Da quanto sin qui esposto emergono alcune considerazioni. La prima riguarda l'impresa, che non può essere realisticamente concepita come un semplice insieme di contratti, che — negoziabili separatamente tra un soggetto principale (gli azionisti) e i proprietari degli altri *inputs* — conferiscono al cosiddetto "*principal*" il diritto di disporre del reddito residuale prodotto dall'azienda e, per questo, di ottenere la legittimazione ad esercitare la titolarità della stessa. Riconoscendo l'incompiutezza dei contratti, nel senso messo in luce precedentemente, viene di conseguenza ridimensionata la protezione negoziale di cui dovrebbero beneficiare i fornitori dei

(13) Per il riferimento all'azienda come istituto economico atto a perdurare V. Zappa, cap. 1, di *Le produzioni*, tomo 1 e Masini, cap. 1.4 di *Lavoro e Risparmio*.

fattori produttivi (diversi dagli azionisti) e, nel contempo, si fa strada l'idea che anche queste relazioni intrattenute con l'impresa siano in qualche misura soggette a condizioni di incertezza, che, per definizione, non dovrebbero sussistere in presenza di contratti "perfetti" o "completi" che dir si voglia. L'alea della gestione aziendale non si riverbera pertanto solo sugli azionisti, ma, sia pure con intensità diversa a seconda dei soggetti, può estendersi ad altre categorie di interlocutori, che, nel tempo, potrebbero vedere disattese le articolate aspettative nutrite in merito al rapporto di partecipazione all'impresa, per naturale evoluzione dell'attività economica aziendale o per cambiamento dei criteri originariamente pattuiti in materia di distribuzione della ricchezza prodotta dall'azienda.

Come se non bastasse, si consideri come l'equilibrio durevole tra le varie e mutevoli aspettative dei diversi *stakeholder* non può raggiungersi se la gestione d'impresa, per definizione, è svolta nel preminente vantaggio di una specifica classe di interessi (14).

In conclusione, se da un lato è ragionevole affermare che, fino a prova contraria, gli azionisti rischiano relativamente più delle altre categorie di interessi, dall'altro non si può fare a meno di osservare che l'impresa, per durare nel tempo, deve assicurare adeguata soddisfazione alle attese dei suoi diversi interlocutori perché, ove non si dimostrasse in grado di farlo, verrebbe abbandonata a vantaggio di altre

(14) La piena accettazione della teoria contrattualista implica inevitabilmente considerazioni davvero discutibili con riguardo al soggetto d'impresa. "La principale riguarda il superamento del concetto secondo il quale il soddisfacimento delle attese dei protagonisti diversi dal capitale e, segnatamente, dei lavoratori sia da assumere esclusivamente come una questione di assolvimento di un obbligo di prezzo. Al contrario, per l'efficienza stessa dell'impresa, il rapporto tra capitale e lavoro deve essere regolato in modo in cui il benessere da conseguire sia riconosciuto come tale dall'istituzione, dal capitale e dal lavoro. Questa concezione si estende poi ai rapporti con i clienti e i fornitori. Ciò avviene per parecchi motivi, ecc.". Da M. Cattaneo, pag. 15 di, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, 1998.

aziende che, meglio di lei, ne venissero giudicate capaci. A ben vedere, quest'ultima constatazione basta di per sé a riaffermare con vigore il contributo della scuola istituzionalista, secondo la quale l'impresa persegue un interesse sovraordinato rispetto agli interessi particolari che ad essa fanno capo e, per tale motivo, supera la contrapposizione tra le aspettative dei suoi vari interlocutori (15). L'impresa, in ultima analisi, è un istituto fatto per durare, economico nel suo ruolo essenziale di produrre ricchezza, ovvero generare nuovo valore, dotato di autonomia, sia pure relativa, anche rispetto a coloro che pro tempore ne detengono il controllo e, per tale motivo, capace di contemperare i diversi interessi che convergono in essa.

Un'ulteriore serie di considerazioni riguarda il sistema di *Corporate Governance* che, per quanto sin qui affermato, diviene un insostituibile strumento per migliorare l'efficacia e l'efficienza dell'attività direzionale di impresa, favorendone lo sviluppo quali — quantitativo nel quadro di corrette e proficue relazioni dell'istituto con i suoi *stakeholder*, azionisti *in primis*, ma anche con i fornitori delle altre risorse.

Del resto, tornando per semplicità espositiva al filone contrattualista, risulterebbe evidente come, al crescere dell'indeterminatezza dei contratti, aumenterebbero esponenzialmente le problematiche connesse ad inadempimenti, sia nei confronti di convenute regole di comportamento di carattere generale, che informano le relazioni quando queste non sono declinabili in piani d'azione dettagliati, sia nei confronti di aspettative, non sempre espresse, sui reciproci diritti e obblighi sottostanti le relazioni poste in essere. In simili frangenti è assai arduo valutare l'inadempienza di

(15) Giova qui ricordare i contributi dei primi studiosi di Economia Aziendale: tra quelli sempre attenti alla questione della compatibilità delle attese degli azionisti e delle aspettative dei prestatori di lavoro vanno almeno menzionati Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, cap. 1, Masini, *op. cit.*, cap. 3 e cap. 10, Onida, *Economia d'azienda*, cap. 1.8, Zappa, *op. cit.*, Tomo 1, cap. 2.43.

una o di entrambe le parti; l'incompiutezza degli accordi lascia sovente spazio a differenti interpretazioni.

Comportamenti opportunistici sono sempre in agguato e l'ambiguità contrattuale rende incerto il giudizio sulla correttezza e sulla legittimità di talune pretese e di taluni comportamenti rispetto agli intendimenti originari, sovente impliciti, che avevano condotto le parti a concludere l'accordo (16). Muovendo da tali premesse, ben si comprende l'esigenza di dotare il sistema di governo d'impresa di un complesso di regole e meccanismi idonei a gestire, nel superiore interesse aziendale, possibili divergenze tra i principali soggetti partecipi al destino dell'impresa, in vista di realizzare un equilibrio dinamico tra i contributi ricevuti dall'azienda e le ricompense ai soggetti che le hanno fornite. In questo senso, dunque, assumono piena rilevanza le tematiche connesse alla *Corporate Governance* (17).

(16) Scrive al riguardo Valter Lazzari: "Dal momento che la contrattazione è incompleta e, in larga misura, di natura strategica, i diritti residuali di controllo possono essere utilizzati per modificare *ex post* il valore di tutte le legittime pretese economiche, persino quelle all'apparenza con un valore fissato da leggi e condizioni contrattuali esplicite. Un'impresa che assume nuovo debito può ridurre il valore di mercato di quello esistente se, così facendo, aumenta il rischio di fallimento. Le opzioni di uscita, poi, sono spesso più disponibili in teoria che in pratica: i dipendenti con capitale umano specifico per un particolare tipo di azienda potrebbero incontrare difficoltà a vendere il proprio lavoro altrove. Lo stesso vale per fornitori e clienti". Da, V. Lazzari, *Corporate Governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future*.

(17) Monks, *On Corporate Governance*, cit., scrive al cap. 2 "In our view, a corporation is a mechanism established to allow different parties to contribute for the maximum benefit of all of them. This independent entity must therefore relate to a wide variety of 'constituents', including its directors, managers, employees, shareholders, customers, creditors and suppliers, as well as the members of the community and the government. Each of corporation's relationship to its "constituents" affects the direction and focus of the corporation. The study of corporate governance is the study of the connection of those relationships to the corporation".

Entrando in maggior dettaglio, è facile ad esempio dimostrare come gli interlocutori aziendali mostreranno una maggiore o minore propensione a mettere a disposizione dell'impresa le risorse e le energie necessarie ai fini produttivi in ragione della percezione che essi hanno dell'adequatezza del sistema di governo economico e, non da ultimo, della correttezza e della trasparenza dei criteri seguiti nel ripartire il nuovo valore economico in corso di formazione (18). Un razionale agente economico (sia esso azionista, manager, collaboratore a qualunque titolo, partner industriale e finanziario ecc.) difficilmente apporterà le risorse controllate nella dimensione ottimale per accrescere il valore economico d'impresa, se ritiene che la propria posizione non sia sufficientemente tutelata dal sistema di governo aziendale. Regole di buon governo, idonee cioè a suscitare la fiducia degli *stakeholder*, influenzano significativamente il processo di allocazione delle risorse da destinare all'impresa e rappresentano, in ultima analisi, potenti incentivi per promuovere la capacità di impegno dei diversi interlocutori aziendali.

Se opportunamente gestito, il sistema di *Corporate Governance* rappresenta un elemento chiave da sfruttare per suscitare l'interesse dei vari *stakeholder* anche nei confronti di iniziative economiche ritenute scarsamente attrattive, altrimenti ignorate. Manager e collaboratori di qualità, ad esempio, possono essere interessati a approfondire nuove e diverse energie in sfidanti progetti di *turnaround*, a condizione che sia loro riconosciuto un potere decisionale adeguato al rischio che vanno ad assumere e che sia loro garantita una quota significativa, in genere crescente rispetto allo *status quo*, del valore generato dalla strategia di risanamento, sempreché la stessa abbia esito positivo.

(18) Luigi Zingales, *Corporate Governance: The new Palgrave Dictionary of Economics and Law* e con R.G. Rajan, *The Governance of the New Enterprise*.

Del resto, nessun operatore razionale allocherebbe risorse in attività che considera condotte in maniera “inefficiente” se, in via preliminare, non valutasse la concreta possibilità di rimuovere le condizioni, in primo luogo le regole di governo economico, che impediscono il pieno realizzarsi delle potenzialità economiche. Ciò sta a significare che modifiche non trascurabili all’interno del sistema di governo economico, per lo più espressione di mutamenti nei “rapporti di forza” dei vari interlocutori, possono favorire o ritardare il processo di riallineamento degli interessi dei diversi *stakeholder* al superiore interesse aziendale.

A ben vedere, sussistono interessanti analogie tra le problematiche in parola e l’ondata di operazioni di *Corporate Restructuring*, che hanno interessato un numero crescente di imprese a partire dalla seconda metà degli anni ’80. Il fenomeno in parola — riconducibile in estrema sintesi a processi di rifocalizzazione del campo d’attività attorno al *core business* mediante operazioni straordinarie modificative del portafoglio aziendale (cessioni, *spin off*, fusioni, *take-over* ostili, *leveraged buy-out* e così via) — ha rappresentato per molti versi la risposta più appropriata per porre rimedio a generalizzate condizioni di insoddisfacente redditività. Ebbene, secondo una diffusa interpretazione (19) il fenomeno del *Corporate Restructuring* deve essere letto anche alla luce delle profonde modifiche intervenute a livello di governo economico nelle maggiori *public companies* statunitensi. La concentrazione delle azioni nelle mani degli investitori istituzionali e l’acquisita consapevolezza del ruolo attivo da essi esercitabile, in virtù dei diritti di voto accumulati, hanno infatti rimesso in discussione radicate situazioni di equilibri interni alle aziende, sino allora contraddistinti dall’elevato potere riconosciuto al top management e dalla presenza di regole di governo destinate, nei fatti, a perpetuare la relativa supe-

(19) Per un approfondimento, G. Donaldson, *Corporate Restructuring*.

riorità della classe manageriale ed il suo carattere autoreferenziale (i cosiddetti “*manager senza padroni*”) (20).

La situazione venutasi a creare ha posto le premesse per abbandonare un consolidato modello di sviluppo imprenditoriale, caratterizzato tra l'altro da una dominante tensione verso la continua crescita dimensionale, che, come noto, rappresenta il contesto ambientale più favorevole perché il management possa soddisfare le proprie aspettative e trarre il massimo giovamento “personale” dalla posizione ricoperta. All'interno dell'ambiente decisionale, si è finalmente potuto fare strada un diverso modello imprenditoriale, che, al di là dello sviluppo aziendale, prestasse maggiore attenzione alle istanze dei conferenti il capitale di rischio: non è quindi un caso che il denominatore comune a tutte le operazioni di *Corporate Restructuring* sia stato quello della generazione del valore, ovvero quello di cogliere il potenziale di valore inespresso (colmare il cosiddetto *gap di valore*) realizzabile rimuovendo le “inefficienze” originate, anzitutto, dalla propensione del management a “sovrainvestire nella crescita”. Il mercato azionario ha reagito a questa nuova impostazione imprenditoriale con una vitalità senza precedenti (per rapidità e dimensione dei finanziamenti elargiti), mettendo a disposizione degli operatori più intraprendenti tutte le risorse necessarie per dare vita a quelle operazioni straordinarie (OPA ostili o amichevoli, *leveraged buy out*, fusioni ecc.) giudicate realmente in linea con il principio guida della generazione del valore economico.

Il contributo offerto dal sistema di *Corporate Governance* alla bontà delle relazioni intrattenute dall'impresa con i suoi interlocutori non si esaurisce certo nelle fasi iniziali — quando cioè si stabiliscono *ex ante* i principali contenuti del rapporto di partecipazione all'impresa valutandone il grado di attrattività prospettica — ma assume cre-

(20) Sul ruolo svolto dagli investitori istituzionali nel modificare la situazione descritta. V. *Infra*, capitolo 3.

scente importanza via via che si consolidano i rapporti e gli interlocutori hanno la possibilità di verificare, *ex post*, la correttezza e l'efficacia delle regole di governo economico alla luce dell'esperienza maturata. Peraltro si è già osservato come il consenso attorno al quale costruire le relazioni con gli *stakeholder* è fortemente condizionato dal giudizio espresso sulla congruità dei comportamenti sperimentati in passato e, di conseguenza, sul grado di fiducia da accordare a chi esercita la leadership d'impresa e ne gestisce le risorse affidate.

In proposito è agevole dimostrare come la presenza di un sistema di governo aziendale informato a regole di correttezza e trasparenza verso i diversi interlocutori aziendali limita, già sul nascere, il sorgere di possibili conflitti di interessi. Tornando solo per inciso alla visione "contrattualista", ciò significa evitare in molti casi quei defatiganti ed onerosi processi di rinegoziazione dei "contratti", talvolta neppure formalizzati, che stanno alla base del rapporto di partecipazione all'impresa. Il riferimento è al cosiddetto *bargaining*, vale a dire ad una modalità relazionale tra operatori economici — quindi anche tra l'impresa e i suoi interlocutori — assimilabile ad una negoziazione continua (o rinegoziazione *ex post*) dei diritti e degli obblighi legati alla transazione (21). In quest'ottica, una o entrambe le parti contraenti possono decidere che sia preferibile rimettere in discussione i termini originari dell'accordo concluso, in quanto sono intervenute nuove condizioni che hanno ridotto la prevista convenienza ad adempiere al "contratto" o sono state acquisite migliori informazioni sullo svolgimento del medesimo: tale possibilità, come intuibile, può lasciare margini di manovra a comportamenti opportunistici e/o a disincentivare il rispetto delle obbligazioni assunte in vista di una loro ridefinizione meno onerosa.

(21) Da, *Impresa concorrenza e organizzazione*, di M. Grillo e F. Silva.

Il sistema di *Corporate Governance* migliora pertanto l'efficacia del processo di governo economico nella misura in cui riduce le inefficienze inevitabilmente connesse ad una negoziazione "continuativa" dei profili "contributi/ricompense" sottostanti ai rapporti più stabili intrattenuti dall'impresa con i fornitori delle sue risorse, limitando tale attività (*bargaining*) a circostanze generalmente meglio controllabili e, in ogni caso, da affrontare in un contesto di meccanismi di governo trasparenti, finalizzati ad armonizzare richieste, talvolta in apparenza contrastanti, nell'ottica del superiore interesse dell'impresa e del suo benessere duraturo. Restringere lo spazio della rinegoziazione *ex post* dei rapporti stabiliti dall'impresa con i propri interlocutori significa, talvolta, chiedere loro sacrifici da sopportare nel presente o nell'immediato futuro, ma in vista di realistiche prospettive di progresso e sviluppo.

In questo modo di procedere, gioca un ruolo cruciale la reputazione di chi esercita la leadership aziendale e, in tale veste, è garante della serietà del "disegno imprenditoriale" posto in atto, della sua correttezza nei confronti dei vari interlocutori e, non da ultimo, della volontà di rendere questo "disegno" trasparente, senza cioè cedere alla tentazione di manipolare fatti e dati della vita aziendale.

All'interno delle tematiche trattate si riaffaccia quindi nella sua interezza il problema della trasparenza dell'informativa, economica prima di tutto. Regole di un corretto sistema di governo economico devono per quanto possibile attenuare l'asimmetria informativa tra chi detiene dati e altri elementi conoscitivi rilevanti e chi necessita di tali informazioni per assumere le decisioni più appropriate. Il problema di fondo è rappresentato dal cosiddetto fenomeno del *moral hazard* (22), vale a dire a una forma di opportunismo "post-contrattuale" legata alla possibilità di non trasmettere impor-

(22) Per un approfondimento V. Milgrom e J. Roberts, *Economia Organizzazione e Management*, cap. XVI.

tanti informazioni in proprio possesso, o trasmetterle distorte, al fine di aumentare la propria utilità, inducendo altre parti ad assumere comportamenti inefficienti. Tali situazioni, non infrequenti nei mercati e nelle organizzazioni, possono sorgere quando i comportamenti di un soggetto e/o le informazioni da questi comunicate non sono facilmente verificabili e gli interessi di questo soggetto non coincidono con quelli degli altri attori destinatari dell'informativa. Nel mondo delle imprese sono riscontrabili diverse fattispecie che si prestano a descrivere simili atteggiamenti. Il top management, ad esempio, adotta strategie tese a "stressare" la profittabilità aziendale di breve termine — a cui può essere legato il sistema di *bonus* e incentivazioni personali — pur sapendo, per le informazioni riservate in suo possesso, che tali scelte possono compromettere importanti opportunità di sviluppo e profittabilità di medio lungo periodo. Non sempre e non necessariamente, poi, tali atteggiamenti trovano origine in motivazioni di carattere personale; talvolta vi è la preoccupazione di tutelare l'impresa o una specifica categoria di *stakeholder*. È questo il caso, ad esempio, di bilanci che nascondono parzialmente la gravità di una certa situazione aziendale, per il timore di intaccare la fiducia dei finanziatori; di comunicazioni faziose o incomplete diffuse al mercato azionario, per sostenere il corso dei titoli al di là di prospettive aziendali incerte o meno brillanti di quello che si vorrebbe far credere; di una rappresentazione non corretta e sottostimante del valore economico in corso di formazione, per il timore di affrontare, con i collaboratori e con gli altri partner aziendali, un processo di ridefinizione dei criteri di distribuzione della ricchezza prodotta. Questi ed altri simili comportamenti sottendono, a ben vedere, una sfiducia sia verso gli interlocutori, sia nella capacità di interagire validamente con essi in modo nuovo rispetto al passato.

In conclusione, si può osservare come un sistema di governo economico che sappia gestire con efficienza ed equità l'attività "negoziale" legata ai rapporti di natura continuativa

non può prescindere dal carattere dell'*accountability* nei confronti dei vari interlocutori, che hanno affidato all'impresa risorse in cerca di valorizzazione: ciò sta a significare rendere conto di come tali risorse siano state impiegate nell'attività produttiva e prevedere un sistematico monitoraggio dei risultati ottenuti, al fine di verificare, nel tempo, l'equilibrio raggiunto tra i contributi offerti e le ricompense ricevute.

La trasparenza dei comportamenti aziendali e la chiarezza della comunicazione, che per l'appunto discendono dal valore pervasivo dell'*accountability*, rappresentano un potente strumento per incentivare l'adesione degli interlocutori aziendali al progetto imprenditoriale, nella misura in cui migliorano significativamente l'efficienza del processo allocativo delle risorse in cerca di economico impiego. A tal riguardo, si sottolinea come la correttezza e la completezza delle informazioni, nell'attenuare le problematiche legate al *moral hazard*, riducono considerevolmente anche i costi e gli altri oneri connessi alle attività di controllo dei comportamenti aziendali e di ottenimento delle informazioni, che sono indispensabili per verificare il rispetto del progetto di collaborazione proposto dall'impresa (i cosiddetti "termini contrattuali") e/o accertare l'inesistenza di comportamenti opportunistici "post contrattuali".

Quanto ora esposto può essere interpretato alla luce delle cosiddette relazioni di agenzia (ovvero delle relazioni *principale/agente*), che saranno oggetto di approfondimento nel prossimo capitolo. Ai fini che qui interessano, si fa presente sin d'ora che i problemi di *moral hazard* sono assai frequenti nelle relazioni di agenzia: in altri termini, l'"agente" agisce per conto e, si suppone, nell'interesse del "*principale*", ma i due soggetti possono avere interessi parzialmente divergenti e il "*principale*" non è in grado di riconoscere e valutare agevolmente se l'*agente* abbia in concreto agito nel suo interesse, oltre che per suo conto. E tali aspetti non possono ovviamente essere ignorati nelle tematiche proprie della *Corporate Governance*.

Capitolo Secondo

LA CORPORATE GOVERNANCE E LE RELAZIONI DI AGENZIA

Sommario: Premessa. — 2.1. L'arte del governo economico: la strategia generale d'impresa. — 2.2. Il valore economico come indicatore di ricchezza per tutti i protagonisti. — 2.3. La proprietà e il controllo d'impresa. — 2.4. I costi di agenzia. — 2.5. Costi di agenzia e temi di *Corporate Governance*: una prima classificazione. — 2.6. Il consiglio di amministrazione anello tra la proprietà e il controllo d'impresa.

Premessa

Le questioni affrontate dalla *Corporate Governance* derivano dal modello societario che, nella grande impresa, prevede la separazione dei soggetti che sono i proprietari dell'impresa (gli azionisti) da coloro che, nei fatti, la controllano (la classe manageriale).

In questo scenario, il ruolo del management è universalmente concepito come quello di chi è responsabile di guidare l'impresa verso l'obiettivo della generazione del valore nel medio lungo periodo, che è ottenibile solo ponendo in cima alla scala degli interessi la duratura funzionalità d'impresa. Si giunge in questo modo a riqualificare la creazione di nuovo valore economico nel medio lungo termine come accrescimento del benessere aziendale, obiettivo coerente con le attese degli azionisti, ma che è impensabile realizzare senza un forte ed efficace impegno nel soddisfare le legittime aspettative degli altri interlocutori aziendali, la

cui lealtà è indispensabile per assicurare un successo imprenditoriale sostenibile nel tempo.

Si presenta peraltro un problema di fondo: nello svolgimento del suo mandato, il management pone talvolta in essere comportamenti destinati a privilegiare obiettivi particolari, mirati cioè al conseguimento di specifici interessi personali, che non sempre coincidono con il superiore interesse aziendale. Un efficace sistema di *Corporate Governance* deve pertanto preoccuparsi che l'attività di conduzione aziendale sia al riparo da comportamenti opportunistici dei manager: ciò è reso possibile mediante meccanismi che consentono di limitare i costi (di agenzia) legati alla supervisione dell'operato del management e/o sostenuti per incentivare l'adozione di comportamenti manageriali coerenti con la prospettiva di generazione di valore economico nel medio lungo periodo.

Le inefficienze legate ai rapporti di agenzia — così definiti in letteratura proprio per sottolineare il fatto che chi gestisce l'impresa (cioè il management, ovvero l'*agente*) non è il proprietario (cioè l'azionista, ovvero il *principal*) — trovano la loro naturale manifestazione nelle *public companies*, dove più netta è la separazione tra proprietà e controllo; tali inefficienze, peraltro, interessano anche le strutture societarie caratterizzate dalla contestuale presenza di un azionista "forte", in grado di esercitare un'influenza dominante, e di altri numerosi azionisti, che singolarmente dispongono di quote irrilevanti del capitale sociale. Nella fattispecie, l'azionista "forte" può essere infatti portato ad incrementare il valore fruibile dal suo controllo con operazioni non sempre allineate con l'interesse degli altri soci *outsider*, i quali, a differenza del primo, trovano nel valore di quotazione dei titoli l'unico mezzo e l'esclusivo fine per valorizzare il loro investimento.

Ai fini di una corretta *governance* aziendale, sono prospettabili talune soluzioni, volte a disciplinare i rapporti di agenzia, riconducibili ai seguenti noti meccanismi:

1) la “regolamentazione”, che definisce l’insieme delle norme che disciplinano gli obblighi dell’agente nei confronti del mandante (il principale);

2) il “mercato”, che per antonomasia rappresenta il meccanismo atto a regolamentare dall’esterno i rapporti di agenzia che si instaurano tra gli azionisti e la classe manageriale. Il ruolo delle forze del mercato (*market for corporate control*) consiste nel risolvere la dialettica che contrappone i primi alla seconda rendendo possibile le scalate (*takeover*) e favorendo la concorrenza per ottenere il controllo societario;

3) il “monitoraggio”, secondo il quale non è possibile delegare esclusivamente al mercato l’attività di vigilanza sul management (situazione di *market failure*). Entrano quindi in gioco meccanismi di controllo all’interno dell’impresa al fine di evitare la formazione di centri di potere autonomo;

4) l’“incentivazione”, che trova espressione in sistemi remunerativi atti a legare i compensi del top management ai risultati aziendali e quindi, in ultima analisi, a riallineare gli interessi degli azionisti con le utilità personali dei manager.

2.1. L’arte del governo economico: la strategia generale d’impresa

L’attività di governo, e per analogia anche quella di governo economico, può essere descritta nella sua essenza come la capacità di conciliare gli obiettivi generali dell’organizzazione, intesa nel suo complesso, con gli obiettivi particolari dei suoi componenti e degli altri interlocutori esterni. Per questo, in Economia di Azienda, si è soliti affermare che il fine dell’istituto — il cosiddetto *bene comune* — deve essere funzionale al raggiungimento dei fini specifici delle persone, che, pro-tempore, aderiscono al progetto aziendale. In tal senso il *bene comune* rappresenta l’elemento agevolatore per il conseguimento di obiettivi individuali in condizioni di piena efficienza delle risorse impiegate o, addirittura, costituisce lo strumento indispensabile per il raggiun-

gimento di obiettivi altrimenti non realizzabili se perseguiti autonomamente (1).

Nel precedente capitolo, si è avuto modo di sottolineare come le relazioni tra gli operatori economici (scambi, in senso lato) si basano su di un processo di *trade off* tra attese e convenienze, non sempre formalizzate e sovente neppure formalizzabili, in parte diverse tra loro. Proprio per questo, rapporti durevoli e positivi non possono in alcun modo prescindere dalla ricerca continua di posizioni di equilibrio ritenute di vicendevole soddisfazione e, nel contempo, non possono escludere a priori una certa disponibilità a rinegoziare, *ex post*, taluni contenuti relazionali dello scambio, in un contesto di reciproca fiducia alimentata dalla reputazione acquisita con la correttezza dei comportamenti sperimentati in passato. Infatti, ben difficilmente le relazioni instauratesi tra due soggetti saranno proficue e durature se non esiste mutua comprensione delle motivazioni e delle convenienze sottostanti il rapporto che li lega, se non vi è consapevolezza della necessità di ricercare sempre un *trade off* equo per entrambe le parti in causa e se l'attività di rinegoziazione (*bargain*) è per definizione imposta da uno solo dei soggetti in causa. Va da sé che le incertezze e le difficoltà incontrate nello sviluppare soddisfacenti relazioni bilaterali crescono in misura esponenziale quando si affrontano (e questo è il caso dell'impresa) relazioni multilaterali; il processo di contemperamento e di ricomposizione ad unità di interessi formulati da attori così vari e numerosi diviene allora un compito davvero sfidante. La cosiddetta "*arte del governo*" (2) consiste quindi nel fornire a ciascun soggetto adeguati

(1) È evidente il riferimento alla nozione di soggetto economico. In merito cfr. Masini, par. 3 di *Lavoro e Risparmio*, cit. e sul soggetto economico con visione più ristretta, P. Onida, cap. 1.4 di *Economia d'Azienda*.

(2) Il termine "*arte del governo*" è stato coniato da C. De Matté, in *Una cultura d'impresa*.

punti di riferimento e validi elementi di giudizio per comporre in modo armonico le proprie scelte con quelle degli altri soggetti che partecipano al progetto imprenditoriale, al fine di ottenere, tramite lo svolgimento della gestione aziendale, piena soddisfazione per tutti coloro che hanno aderito a quel progetto.

Il processo in parola dà quindi contenuto alla cosiddetta strategia generale d'impresa. Questa, accogliendo una nota definizione di Vittorio Coda, viene per l'appunto intesa come *“l'insieme di scelte e azioni che definiscono il posizionamento realizzato o ricercato dall'impresa simultaneamente nei diversi mercati e con i suoi vari interlocutori al fine di raggiungere una condizione di equilibrio complessivo”*. Tale concezione della strategia, espressione della più elevata forma del governo economico, richiama i seguenti aspetti sin qui descritti:

a) l'impresa pone in essere una miriade di negoziazioni, ognuna delle quali concorre a formare il risultato aziendale complessivo, con un elevato numero di fornitori di risorse e di clienti. Il posizionamento strutturale, ovvero la ricerca di un punto di equilibrio idoneo a preservare intatte le possibilità di continuare i rapporti anche per il futuro, va pertanto definito con riguardo a una serie articolata di interlocutori e di mercati;

b) sarebbe fuorviante ricondurre la strategia generale d'impresa come la semplice sommatoria di posizioni di equilibrio autonomamente conseguibili con riguardo ai differenti interlocutori e ai differenti mercati nei diversi momenti della vita aziendale. Le ricercate posizioni di equilibrio sono tra loro molto interdipendenti e lo squilibrio in uno solo dei mercati di approvvigionamento o di sbocco in cui l'impresa si trova nel contempo ad operare potrebbe generare, se trascinato, uno squilibrio generale del sistema;

c) la realizzazione di un equilibrio “simultaneo” nei confronti di tutti coloro che partecipano direttamente o indirettamente al progetto imprenditoriale richiama pertanto

un problema così complesso da evocare quello di una risoluzione di un complicato sistema di *enne* incognite con *enne* variabili.

Da queste assunzioni sorge un concetto di equilibrio generale del sistema che va ben al di là del convenzionale formarsi di un profitto adeguato per soddisfare i portatori del capitale di rischio. Per una valutazione più completa, infatti, è necessario verificare se il risultato di profitto realizzato nel presente non sia stato raggiunto compromettendo le prospettive di sviluppo aziendale o sacrificando i compensi di fattori della produzione critici per la duratura funzionalità d'impresa. La soluzione viene fornita assumendo come prospettiva di valutazione la generazione di valore economico inteso ad ampio raggio, che tenga cioè in adeguata considerazione anche il punto di vista dei diversi *stakeholder*. Si tratta di un obiettivo di medio lungo termine (*long term value generation*) certamente coerente con le aspettative dei finanziatori il capitale di rischio e che è impensabile raggiungere, a maggior ragione nei contesti competitivi di oggi, senza un forte ed efficace impegno nel soddisfare le attese dei collaboratori, a creare e trasmettere valore ai clienti, ai fornitori e agli altri partner industriali e finanziari.

2.2. Il valore economico come indicatore di ricchezza per tutti i protagonisti

La concezione di valore economico aziendale qui accolta differisce quindi parzialmente dall'impostazione tradizionale della letteratura finanziaria anglosassone — che privilegia l'ottica degli azionisti (*shareholder value*) (3) — mentre pare piuttosto fondarsi su aspetti ben noti negli studi di Economia Aziendale. Nei nostri studi, si è già ricordato,

(3) Per tutti, cfr. A. Rappaport: "La principale mansione dei dirigenti di una società è quella di produrre un valore economico per i propri azionisti", da, *Creating Shareholder Value*.

l'impresa è considerata come un istituto economico volto a perseguire la produzione di nuova ricchezza, quale mezzo per soddisfare le aspettative di tutti coloro (dunque *concezione ampia del valore*) che, pro-tempore, partecipano al progetto imprenditoriale (4).

A monte, come sempre, sussiste il tema della compatibilità degli interessi convergenti nell'impresa e dell'ineluttabile ricomposizione ad unitarietà delle antitesi ed unilateralità attraverso un'equa distribuzione, tra i diversi *stakeholder*, della ricchezza aziendale complessivamente prodotta. Questa esigenza di contemperamento è peraltro conosciuta da tempo, ma si è definitivamente affermata, anche in contesti culturali diversi da quello nazionale, solo quando si è toccato con mano che il benessere d'impresa è sempre indissolubilmente legato alla "lealtà" dei diversi protagonisti coinvolti nel progetto imprenditoriale, che sono apportatori di risorse, per definizione scarse, cruciali per il successo e la sopravvivenza d'impresa (non riconducibili quindi in via esclusiva al capitale di rischio). Inoltre, non si può fare a meno di osservare come tutte le imprese sono in competizione tra loro nel cercare di assicurarsi il continuativo sostegno degli interlocutori chiave, i quali stabiliscono la convenienza a mantenere il rapporto con l'impresa se, dal loro punto di vista, vedranno soddisfatte le attese di conseguimento di valore (monetario e non). Si tratta di un giudizio comparativo, nel corso del quale gli *stakeholder* valuteranno se il flusso di ricchezza prodotto dall'azienda, per la quota parte che viene loro riconosciuta, è almeno pari a quanto offerto da altre imprese, che pure sono alla ricerca di fattive collaborazioni (altre imprese per le quali lavorare, altre imprese da finanziare, altre imprese da fornire, altre imprese

(4) Per una disanima completa del tema del finalismo d'impresa nella letteratura aziendale italiana V. R. Ferraris Franceschi, *Finalità dell'azienda e condizioni di funzionamento*, e, *L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico*.

da cui servirsi, ecc.). Qualora questi protagonisti percepiscono che, tenuto conto dei costi di trasferimento (i cosiddetti “*switching cost*”), le opportunità che si presentano in alternativa rispondono meglio alle loro aspettative, essi non faranno altro che “voltare le spalle all’impresa”.

In uno scritto ormai famoso dal titolo, *What’s wrong in strategy* (5), si osserva come un vantaggio competitivo sostenibile nel tempo rappresenti, da un lato, l’indispensabile premessa per continuare a tenere legati all’impresa gli *stakeholder* e, dall’altro, la risultante di un’impostazione strategica a tutto tondo, che prende cioè in esplicita considerazione anche le aspettative dei principali interlocutori, individuando ed elaborando di conseguenza proposte chiare da indirizzare a loro per ottenere leale ed indispensabile collaborazione (6).

(5) Di A. Campbell e M. Alexander.

(6) Ha così commentato Tancredi Bianchi, “L’impresa può produrre valore per gli azionisti a condizione che le linee di gestione siano condivise al punto che molti *stakeholder*, a cominciare dai prestatori d’opera, condividano le strategie di gestione e risultino ampiamente coinvolti per il raggiungimento dei fini che quei disegni perseguono”, da, *Il Governo delle banche nel passaggio da istituzione a impresa*, in, *Il Governo delle Banche in Italia*, a cura di F. Riolo e D. Masciandaro. Sulla stessa linea di pensiero Vittorio Coda, nella prefazione scritta al volume di Giorgio Donna, *La creazione di valore nella gestione d’impresa*, cit., osserva come sia impensabile generare *shareholder value* in assenza del consenso degli *stakeholder*, in quanto: “Anzitutto gli incrementi di produttività che si conseguono nello sforzo di essere costantemente sulla « frontiera della produttività » vanno ripartiti opportunamente tra clienti, collaboratori ed azionisti. In secondo luogo, gli obiettivi di competitività e di crescita devono concepirsi, prima di tutto, in funzione della esigenza di creare un contesto stimolante per i collaboratori e dischiudere ad essi prospettive di realizzazione e sviluppo sul piano umano, professionale e di carriera. In terzo luogo, una concezione ampia della creazione del valore si traduce in meccanismi di coinvolgimento, mobilitazione, responsabilizzazione, valorizzazione del personale tutto, che si identifica con l’impresa e fa suoi gli obiettivi reddituali e competitivi della stessa”. Nello stesso senso ancora V. C. De Mattè, *Teoria del valore: serve davvero per guidare le imprese?*

Ecco quindi che, nel processo di formulazione delle strategie, la produzione di *stakeholder value* (valore inteso ad “ampio raggio”) perde il connotato di obiettivo generico ed indeterminato, per divenire invece un imperativo economico (*economic constraint*, nel lessico originale), tanto quanto è lo *shareholder value*, di consolidata ed universale accettazione. Del resto, se è vero che un’impresa che distrugge valore azionario perde inevitabilmente la fiducia dei conferenti il capitale di rischio ed è prima o poi destinata a perdere anche di competitività nel proprio *business*, perché mai non dovrebbe accadere lo stesso quando si deteriorano le relazioni con gli interlocutori fornitori di altre risorse chiave?

In questo senso va quindi letto l’obiettivo di generazione “ampia” di valore, o valore nel medio lungo termine, “*dove l’estensione del periodo temporale è quella di cui deve dotarsi il top management che abbia veramente a cuore la vitalità e lo sviluppo dell’impresa*” (7) e, pertanto, sappia tenere in adeguata considerazione anche i composti interessi degli altri *stakeholder*, che, unitamente agli azionisti, partecipano alla creazione della ricchezza aziendale. Si giunge in questo modo a riqualificare la creazione di nuovo valore nel medio lungo termine come accrescimento del benessere dell’impresa, il quale deve “*istituzionalmente accompagnarsi con l’accrescimento del benessere fruibile da parte di tutti i protagonisti, nell’ambito di uno schema in cui alla confliggenza tra gli interessi si sostituisca progressivamente la cooperazione*” (8).

(7) Da, V. Coda, *Il problema della valutazione delle strategie*, anche P. Russo, *Decisioni aziendali e valore d’impresa*.

(8) M. Cattaneo, *L’impresa all’inizio degli anni ’90*, cit. Coerente con questo approccio è Bruni che, nell’esprimersi sulla produzione e distribuzione di valore come fine dell’impresa, precisa: “l’impresa è un’istituzione deputata a creare e diffondere valore; in primis, si tratta del valore economico attribuibile ai beni, materiali ed immateriali, utili al soddisfacimento dei bisogni umani, individuali o collettivi, ovvero a tutto ciò che, in una parola, si può definire con il termine « ricchezza »”. Da ultimo si segnala E. Giannessi che in, *Possi-*

Ciò detto, non si vuole con questo affermare che la prospettiva di valutazione fondata sulla generazione di valore economico per l'azionista (*shareholder value*) perda la sua valenza strumentale: anzi, è vero il contrario. La prospettiva in parola è comunque da porre al centro del processo allocativo delle risorse finanziarie per la dimostrata superiore razionalità della metodologia soggiacente e, non da ultimo, per la possibilità che essa offre, a differenza di altre angolazioni valutative, di potersi sempre tradurre in strumenti di valutazione quantitativa (9). Del resto, è sotto gli occhi di tutti che, oggi, più che mai, i vertici aziendali, specie delle società che accedono al pubblico risparmio, sono soggetti a forti e crescenti pressioni perché le organizzazioni che dirigono creino in via continuativa sempre maggiore valore per i loro azionisti. Il fenomenale sviluppo registrato dal mercato finanziario, il prepotente affermarsi al suo interno di *player* preparati ed esigenti (i fondi pensione, i fondi comuni di investimento ecc.), la globalizzazione e l'accresciuta liquidità del capitale di rischio (risorsa con una mobilità neppure confrontabile con quella degli altri fattori chiave, che presentano costi di trasferimento certamente più elevati) sono altrettanti fenomeni che danno ragione del cambiamento epocale osservato: i comportamenti del management e dei consigli di amministrazione sono costantemente analizzati e valutati in ragione all'affidamento

bilità e limiti della programmazione, scriveva nella premessa "l'azienda essendo un fenomeno unitario, deve avere un solo fine e questo è la produzione della ricchezza. Qualunque sia il regime politico al potere nessun soggetto sarebbe disposto ad investire una determinata quantità di ricchezza per riceverne un'altra minore. Il problema non è solo economico, ma anche sociale".

(9) "La massimizzazione dello *shareholder's value*, allora, non deve essere considerata come l'obiettivo finale da perseguire, piuttosto come un vincolo che è opportuno accettare di soddisfare affinché la maggior parte dei progetti di investimento potenzialmente capaci di creare « ricchezza », ma che necessitano di finanziamenti esterni, siano intrapresi." Da, Lazzari, *Corporate Governance*, cit.

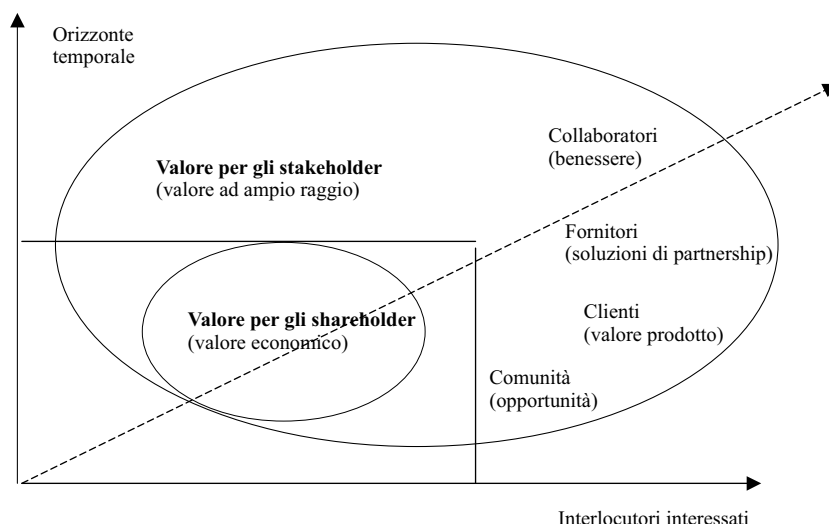
che essi danno nel rispondere alle attese degli azionisti di generare nuovo valore economico. E se il giudizio del mercato è negativo, la conseguente discesa dei corsi pone le premesse per il ricambio alla guida d'impresa.

Il problema, quindi, non sta tanto nell'ottica di valutazione dell'azionista in sé e per sé considerata, quanto nel pretendere che proprio questa ottica — specie se non qualificata temporalmente — assorba anche gli angoli visuali degli altri interlocutori aziendali, esaurendo in questo modo il complesso tema del finalismo d'impresa (10).

Nella figura che segue, il valore economico per gli azionisti (*shareholder value*) è rappresentato come nucleo all'interno del più ampio valore producibile dall'impresa; quest'ultimo esprime quindi una grandezza (*stakeholder value*) che considera esplicitamente anche il composto valore (monetario ed altre utilità fruibili dagli interlocutori aziendali) trasmesso nel medio — lungo termine ai clienti, ai fornitori, ai dipendenti, ai finanziatori — non azionisti e alla collettività in genere.

Perseguire una concezione ampia del valore producibile dall'impresa (*long term value*) significa in conclusione diffondere l'idea che la soddisfazione degli azionisti, il benessere fruibile da parte dei collaboratori e degli altri interlocutori e la prosperità d'impresa sono un tutt'uno inscindibile.

(10) È interessante osservare come, secondo un'autorevole scuola giuridica del nostro paese, è proprio tale ultima concezione, qui definita ristretta, a rispondere più efficacemente alla definizione del cosiddetto "interesse sociale". A sostegno di tale posizione, viene fatto osservare come lo *shareholder value* si inquadra adeguatamente nella visione contrattualistica della società per azioni, che risolve l'interesse sociale nell'interesse comune dei soli soci. Scrive al riguardo G. Ferrarini, in *Valore per gli azionisti e Corporate Governance*, "La concezione contrattualistica, da noi prevalsa in giurisprudenza, trova del resto riscontri nel codice civile, a partire da quello dell'art. 2247, che definisce la società come contratto, assegnandole lo scopo della divisione tra i soci dell'utile dell'impresa comune".

Figura 2.1. — La generazione di valore a tutto campo (11)

La creazione di valore a tutto campo può quindi essere vista come « fine strumentale » rispetto al raggiungimento del fine ultimo (di ordine superiore) dell'impresa, che è il soddisfacimento in via indiretta degli interessi istituzionali pertinenti alle persone costituenti il soggetto economico. In altre parole, sembra potersi affermare che la creazione di valore ad ampio raggio (*benessere fruibile* da parte di tutti attori partecipi al destino aziendale) porta inevitabilmente con sé il soddisfacimento degli interessi istituzionali facenti capo al soggetto economico (12).

(11) Figura adattata da, *Corporate Governance, Odissea del valore*, di C. Scardovi.

(12) Al riguardo ha osservato Pietro Onida, in *Economia d'Azienda*, "La non effimera prosperità d'impresa, pur tenuta ad operare nel mercato secondo criteri di economicità aziendale, esige, non già la massimizzazione di un solo elemento, quale il profitto, ma la realizzazione di massimi progressivi, per quanto riguarda salari, dividendi e autofinanziamenti, dinamicamente insieme combinati e opportunamente contenuti al fine del loro mutuo rafforzamento, pur praticando — per i prodotti forniti dall'impresa — prezzi idonei a sostenere e dilatare la domanda". Sulla nozione di equilibrio econo-

2.3. La proprietà e il controllo d'impresa

Il ruolo del management è universalmente concepito come quello di chi è responsabile di guidare l'impresa verso l'obiettivo della generazione del valore economico, da perseguire in un contesto di proficue e costruttive relazioni con i diversi interlocutori, che, a vario titolo, intervengono nell'attività aziendale. Alla luce di quanto sin qui osservato, appare infatti evidente come il duraturo benessere dell'impresa non può prescindere dal dinamico soddisfacimento simultaneo — il cosiddetto bilanciamento — delle istanze espresse dai diversi gruppi di interessi (quali per l'appunto dipendenti, clienti e fornitori) che, unitamente ai conferenti il capitale di rischio, aderiscono al progetto imprenditoriale.

Per definizione sono i manager a svolgere questo complesso compito su delega degli azionisti, i quali, in forza degli ordinamenti legislativi vigenti, sono titolari dei diritti di proprietà sull'impresa e, in quanto tali, dispongono di conseguenza anche del diritto ad esercitare il controllo sulla

mico dinamico e durevole d'impresa ha scritto Giannessi precisando che “basta osservare il fenomeno aziendale per dedurre che questo non può avere uno scopo transeunte come quello del conseguimento del lucro... lo scopo è dato dal conseguimento di un determinato equilibrio economico proveniente dalla composizione di particolari fattori e dalla composizione di forze interne ed esterne, avente un carattere durevole e sotto un certo aspetto anche evolutivo”. È interessante osservare che, a distanza di quasi quarant'anni dall'opera dei due insigni studiosi, Giorgio Donna, in *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, cit., ha così commentato il tema della massimizzazione: “Se leggiamo il problema in questi termini non appare plausibile usare il termine massimizzazione per esprimere l'obiettivo di fondo di un'impresa. Ogni soggetto mira ad un proprio massimo, e la matematica ci insegna che un problema in cui più variabili chiedono di essere massimizzate contemporaneamente può trovare soluzione in termini di « ottimizzazione », cioè ricercando per quelle variabili un insieme di valori reciprocamente compatibili e complessivamente soddisfacenti. Tutt'al più in taluni casi si può parlare di massimizzazione vincolata, consistente nel massimizzare una variabile nel rispetto di adeguate condizioni di soddisfazione delle altre”.

stessa, con facoltà di designare altri soggetti (i manager) ad agire per proprio conto. Il problema di fondo, messo in luce più di mezzo secolo fa da Berle e Means (13), sorge se, e quando, il management tende a privilegiare obiettivi particolari, funzionali alla propria specifica utilità, rispetto a quelli per cui è stato chiamato a governare *pro tempore* l'impresa. In altri termini, viene a formarsi uno stato di possibile divergenza tra l'interesse personale dei componenti dell'alta direzione e quello più generale d'impresa.

Un efficace sistema di *Corporate Governance* deve pertanto porre l'attività di conduzione aziendale al riparo da comportamenti opportunistici dei manager, mediante meccanismi che consentono di limitare i costi (definiti d'*agenzia*) legati alla supervisione del loro operato e/o sostenuti per incentivare l'adozione di comportamenti manageriali coerenti con una prospettiva di generazione di valore nel lungo periodo. E del resto gli azionisti, come già specificato, non dovrebbero imporre il loro punto di vista su altri obiettivi che divergano da questo.

Sulla proprietà dell'impresa

Le problematiche legate alla cosiddetta *Agency Theory* muovono necessariamente dalla separazione tra la proprietà dell'impresa ed il suo controllo, inteso in senso lato.

Gli azionisti, di norma, sono definiti i "proprietari" dell'impresa. Tale posizione viene loro in primo luogo riconosciuta dal diritto positivo, che, in questo modo, compensa gli azionisti del rischio a cui sono soggetti perché né la remunerazione, né tanto meno il realizzo del capitale conferito, sono contrattualmente garantiti, a differenza di quanto accade per i fornitori delle altre risorse produttive (14).

(13) A. Berle e G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*.

(14) V. *Supra* par. 1.2.

Essi, quindi, sono detentori dei “*diritti di controllo residuale*”; ciò sta a significare che il “*diritto al rendimento residuale*” assegna loro la facoltà di assumere ogni decisione riguardante l’uso del “bene-impresa”, sempreché ciò non modifichi quanto spetta ad altri per contratto o non sia contrario a quanto imperativamente fissato per norme di legge. Tale impostazione suscita non poche questioni, sia con riguardo alla tutela di cui beneficerebbero gli interessi degli altri interlocutori aziendali, stante l’accertata “incompletezza” dei contratti soggiacenti alle relazioni poste in essere ed alle ricadute in termini di rischio, sia, soprattutto, con riguardo al carattere di autonomia qualificante l’“*istituto-impresa*”, che impone in ogni caso serie riflessioni sul fatto che un’azienda possa essere oggetto di proprietà nel senso più proprio del termine e con le implicazioni che ciò nei fatti comporta (15).

Si consideri in merito come la nozione di proprietà evoca tradizionalmente alcune prerogative di seguito sintetizzate: il diritto a disporre liberamente del bene posseduto (se si ha un terreno, ad esempio, si può scegliere se mantenerlo nello stato in cui si trova, edificarlo, o venderlo); il diritto insindacabile a regolamentare l’impiego del bene a favore di altri soggetti (assumendo lo stesso esempio, si può decidere a chi consentire l’accesso al terreno e a chi, invece, negarlo); il diritto a trasferire diritti reali sul bene posseduto e/o definire altre condizioni contrattuali rispondenti a certi desiderata (il terreno può essere affittato o ceduto a terzi in usufrutto, è possibile trasferire i diritti per l’estrazione di risorse naturali dal sottosuolo o persino venderlo con vincoli di destinazione che impegnano in futuro l’acquirente). Non si può peraltro fare a meno di osser-

(15) Scrive in proposito Masini, in *Lavoro e Risparmio*, par. 2.2, “La proprietà ha per oggetto beni e l’azienda non è un bene; l’azienda è un complesso economico in funzionamento composto da combinazioni economiche, da un organismo personale e da un patrimonio”.

vare come alla proprietà è sempre indissolubilmente legato un profilo di responsabilità. Chi possiede un bene ha il dovere di verificare che esso sia impiegato in modo da non danneggiare l'interesse di altri soggetti (il proprietario del terreno risponde di smottamenti che arrechino pregiudizi alle proprietà contigue; non può costruire sul proprio terreno edifici se questi, per la loro altezza, compromettono la vivibilità delle aree limitrofe perché impediscono il passaggio dei raggi solari o perché deturpano un certo panorama) ed esistono norme di legge che si preoccupano di quest'aspetto (ad esempio, si tratta di regolamenti che impediscono l'edificazione di capannoni industriali su terreni situati in aree residenziali e via discorrendo).

In sostanza, la proprietà racchiude una combinazione di diritti e obblighi legati al possesso e all'impiego di un bene. Generalmente tanto i primi (i diritti) quanto i secondi (gli obblighi) sono definibili con immediatezza; in taluni casi, si pensi al "bene-impresa", esiste invece un ampio margine di incertezza, nel quale trovano inevitabilmente spazio complesse interpretazioni sulle prerogative e sulle responsabilità legate al concetto di proprietà.

Si osserva in proposito come nei nostri sistemi economici gli azionisti sono i proprietari delle condizioni patrimoniali, conseguenti ai versamenti di capitale di rischio, che sono impiegate nell'attività produttiva; ma sarebbe profondamente errato identificare l'azienda in avviato funzionamento soltanto con tali condizioni patrimoniali. È innegabile del resto che il possesso di una quota del capitale azionario, sia essa più o meno significativa, non può mai essere in concreto equiparata al possesso — si pensi ai menzionati diritti comunemente legati alla proprietà (all'uso, al trasferimento del bene ecc.) — di una corrispondente quota parte del capitale o del patrimonio aziendale; si fa eccezione, forse, per il suo controvalore monetario, nell'ipotesi però in cui si proceda alla liquidazione dell'impresa e residui qualcosa per i soci.

Si consideri inoltre come il capitale aziendale è sempre da intendersi in senso ampio, vale a dire comprensivo di quelle risorse immateriali — quali conoscenze gestionali, organizzative, tecnologiche e di mercato, meccanismi di apprendimento dall'esperienza, dedizione del personale, credibilità dell'azienda, immagine dei suoi prodotti e così via scorrendo — che non sono certamente riconducibili agli originari conferimenti degli azionisti, essendo piuttosto il frutto, specie nelle aziende ben funzionanti, di fenomeni di accumulazione, grazie ai quali le risorse stesse si riproducono e si accrescono, adeguandosi alle esigenze di funzionalità e duraturo sviluppo dell'azienda. Si può forse immaginare che gli azionisti siano i proprietari anche delle conoscenze e delle competenze (ad esempio tecnologiche ed organizzative) via via accumulatesi nell'impresa e che sono radicate e trasmesse nelle persone che, al suo interno, prestano la loro opera? Realisticamente, quali prerogative (ad esempio l'impiego o l'utilizzo a favore di altri ecc.) possono esercitare gli azionisti su tali elementi immateriali?

Per completare il discorso, è opportuno aggiungere qualche considerazione sul profilo della responsabilità insito nel concetto di proprietà dell'azienda. Gli azionisti, nelle forme societarie correnti, delegano al management il potere decisionale (il "controllo") sull'attività economica e, per questo motivo, beneficiano di una responsabilità "oggettiva" limitata: in altri termini, essi fungono prevalentemente da "finanziatori" e rispondono economicamente nei soli limiti del capitale che essi hanno conferito.

Per converso, si osserva come la responsabilità "soggettiva" dell'impresa sia quanto mai estesa e, per molti versi, in continua crescita. Ad essa, infatti, è assegnato un compito di cruciale importanza da svolgere in piena autonomia all'interno di un dato insieme di regole del gioco: si tratta cioè di realizzare la propria vocazione produttiva al servizio di dati bisogni e, nel fare questo, contribuire alla diffusione dello sviluppo e del benessere economico. La persistente atten-

zione alla competitività spinge necessariamente le imprese a perseguire l'innovazione, da intendersi in senso ampio secondo la teoria schumpeteriana, e, pertanto, a ricercare sistematicamente le migliori condizioni di efficacia e efficienza allocativa delle risorse che le sono state affidate: l'impresa, in questo modo, innesta un circuito virtuoso di generazione e distribuzione di ricchezza, rappresentando l'artefice, ovvero il motore, di un cammino di progresso economico (16). Il discorso sulla responsabilità dell'impresa, inoltre, può e deve estendersi a considerazioni che prescindono il profilo meramente economico: le aziende non solo stabiliscono i beni ed i servizi che saranno disponibili sui mercati ma, più di ogni altra entità o istituzione conosciuta, determinano con il loro operato persino le caratteristiche dell'aria che si respira o dell'acqua che si beve, influenzando in maniera pervasiva la qualità della nostra vita quotidiana (17).

La separazione tra la proprietà e il controllo

Nelle cosiddette *public companies*, la proprietà d'impresa ed il controllo della stessa divengono a tutti gli effetti concetti ben separati e facilmente distinguibili. Infatti il controllo, nel suo significato letterale, sta per "padronanza" e "dominio" su qualcosa o su qualcuno; trattandosi di un'impresa esso si manifesta quindi nel controllo dell'attività aziendale e delle condizioni produttive in essa impiegate.

Nelle *public companies* (definite anche società contenibili), tutti gli azionisti posseggono pacchetti azionari troppo modesti per disporre di un'autorità tale da imporre i propri punti di vista nelle scelte aziendali ed il management, di conseguenza, riassume nelle proprie mani tutto il potere decisionale sulla strategia e sulla gestione d'impresa.

(16) Giulio Sapelli, *L'impresa come soggetto storico*.

(17) Sui costi inerenti l'utilizzo delle risorse naturali non considerati perché senza contropartita monetaria, si è occupato in particolare G. Catturi, in *Sul contenuto scientifico dell'ecologia aziendale*.

I manager sono pertanto i *dominus*, sempre ch   un soggetto non accumuli un pacchetto azionario sufficiente a condizionare il loro operato, ovvero ad ottenere condizioni di “controllo [assembleare] precostituito”.

Le *public companies* rappresentano per molti versi l’ultima fase dell’evoluzione registrata nel tempo in tema di struttura proprietaria aziendale, che trova la sua forma pi   arcaica nell’impresa individuale, nella quale si registra una sostanziale sovrapposizione tra la figura del proprietario, che conferisce tutto il capitale di rischio, e quella del gestore/controllore dell’attivit   aziendale, il cosiddetto “titolare” d’impresa. Sebbene le *public companies* rappresentino una forma societaria prevalentemente diffusa nel mondo anglosassone, mentre sono assai pi   rare nel nostro continente (basti osservare che in Italia le imprese realmente contendibili si contano forse sulle dita di due mani), si proceder   di seguito riferendosi dapprima proprio a tali realt  . Da un lato, infatti, esse per loro natura permettono meglio di altre di ragionare sulla separazione tra propriet   e controllo; dall’altro costituiscono, per un’accreditata corrente di pensiero, la pi   efficiente forma proprietaria, verso la quale dovrebbero possibilmente tendere le imprese a controllo precostituito (18).

Ci   premesso, vale la pena di osservare come, per la maggioranza degli studiosi, la distinzione tra propriet   e controllo d’impresa non trae storicamente origine da una precisa scelta sulla presunta superiorit  , in termini di funzionamento aziendale, di un modello ispirato alla separazione dei due ruoli rispetto ad altri ispirati alla loro sovrapposizione. Esso rappresenta piuttosto la naturale, spontanea, risposta a fenomeni e cambiamenti ritenuti espressivi di progresso economico ed ai quali le imprese si sono adeguate efficacemente solo accedendo in misura crescente al capitale di rischio e, di conseguenza, allargando la base azionaria. Si pensi ai fabbisogni finanziari, dilatatisi in misura esponenziale, occorrenti

(18) V. *Infra* par. 3.2.

per sviluppare settori *capital intensive*, quali quello delle comunicazioni o dell'industria petrolifera, oppure per beneficiare delle economie di scala e di scopo legate alla dimensione degli impianti o per sfruttare i vantaggi legati all'integrazione verticale e orizzontale e, ultimo solo temporalmente, per attrezzarsi competitivamente in una fase di globalizzazione dei mercati di sbocco.

Da questa diffusa impostazione di analisi economica si discosta parzialmente Mark Roe, secondo il quale l'interpretazione in chiave "evoluzionistica" fornita per spiegare la separazione tra proprietà e controllo d'impresa, a cui segue l'« atomizzazione dell'assetto azionario », anche se non errata, è quanto meno incompleta. In particolare, nel famoso saggio, *Strong Managers, Weak Owners* (19), l'Autore ha sostenuto che le tipiche strutture societarie americane (leggasi per l'appunto *public companies*) sono in gran parte la risultante di decisioni politiche maturate nel passato, che hanno deliberatamente indebolito il potere degli intermediari finanziari, consentendo tra l'altro al top management delle grandi *companies* statunitensi di diventare assai più influente ed autonomo di quanto avrebbe dovuto essere. Se tali decisioni politiche fossero state diverse, le odierne strutture anglosassoni di governo societario non sarebbero le medesime, come del resto dimostrano le diverse esperienze attraversate dalle imprese europee e giapponesi. Nella tabella che segue (Tab. 2.1), sono riportate le considerazioni espresse da Mark Roe a sostegno della sua tesi (definita dallo studioso "paradigma politico", contrapposto al "percorso evolutivo"), che vuole dimostrare come negli Stati Uniti la democrazia americana abbia condizionato la finanza, la quale, a sua volta, ha poi determinato il tipico modello di assetto azionario delle più importanti imprese quotate statunitensi.

(19) *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, trad. it. Manager forti azionisti deboli.

Tabella 2.1. — Il paradigma politico

Alla fine del diciannovesimo secolo, le grandi fabbriche necessitavano di grandi capitali e ciò richiedeva che le imprese raccogliessero i risparmi di molti investitori sparsi sul territorio. Non vi era però un unico modo per raccogliere il risparmio da trasferire dalle famiglie alle imprese per ottenere tecnologie ed economie di scala: i risparmi avrebbero potuto incanalarsi attraverso gli intermediari finanziari — banche, imprese di assicurazioni, fondi di investimento — sorti proprio per raccogliere ed investire i risparmi delle famiglie. Negli Stati Uniti il mercato azionario ha in effetti trasferito il capitale dalle famiglie alle grandi industrie, ma gli intermediari finanziari non hanno praticamente giocato alcun ruolo in questa attività di finanziamento. È interessante chiedersi perché le cose andarono così.

La politica americana ha ripetutamente impedito agli intermediari finanziari di diventare tanto influenti da poter acquisire significativi pacchetti azionari. Se ciò fosse stato reso possibile, i sistemi di governo delle imprese statunitensi sarebbero oggi molto diversi ed il top management avrebbe beneficiato di meno autonomia, in quanto avrebbe dovuto rendere conto ad azionisti più forti. Invece le leggi americane hanno mantenuto divisi gli intermediari, frazionato il loro portafoglio e ostacolato la loro capacità di coordinarsi attraverso una serie di interventi legislativi mirati. L'“offensiva” è iniziata nel diciannovesimo secolo con lo smantellamento della Second Bank of the United States; in seguito ogni Stato federale ha creato un proprio sistema bancario separato, rendendo il sistema creditizio americano tra i più singolari del mondo. Quando emersero altri istituti finanziari in grado di detenere ingenti partecipazioni azionarie — in particolare le compagnie di assicurazione e, in una certa misura i fondi pensione e d'investimento — la legge ha cercato in diverse occasioni di imporre restrizioni alle loro attività.

Forze politiche radicate sono responsabili dell'emanazione di queste leggi. Alcune norme restrittive sono state imposte in nome del pubblico interesse; alcuni provvedimenti legislativi sono gli stessi che saggi difensori della regolamentazione, non succubi della politica, avrebbero introdotto per affrontare il rischio di abusi finanziari; tuttavia molti provvedimenti fondamentali non si spiegano soltanto invocando il pubblico interesse.

La politica ha ripetutamente precluso alcune alternative soprattutto a causa dell'avversione americana alla concentrazione del potere economico privato. Si è cercato per tanti anni di favorire la stabilità delle grandi società; inoltre, gruppi di interesse più ristretti, *in primis* i banchieri locali, hanno contribuito a frantumare il settore finanziario, così da non consentire a singoli istituti di organizzare più efficacemente i loro investimenti azionari.

Ora, ciò che qui preme osservare è che la facoltà di approvvigionarsi in misura sempre crescente sul mercato finanziario azionario trova comunque la sua condizione preliminare nella responsabilità limitata di cui beneficiano i fornitori di questa risorsa chiave. L'impresa può assumere su di sé rischi rilevanti (20) e indebitarsi in misura crescente senza per questo mettere a repentaglio le risorse personali dei suoi "proprietari", se non nei limiti del capitale che essi hanno conferito in azienda. Per godere di questa forma di protezione, gli azionisti assegnano ad altri, il management, il potere decisionale connesso ai loro diritti di proprietà, delegando pertanto soggetti diversi da loro ad esercitare il governo aziendale ed il conseguente controllo sulle modalità d'impiego dei beni di proprietà aziendale. In realtà, si tratta di una caratteristica vincente del "contratto societario": l'investitore-azionista affida le proprie disponibilità a persone dotate di adeguate competenze professionali e del tempo richiesto per lo specifico impegno, vale a dire elementi che egli raramente possiede. Del resto, consegnare in custodia le imprese agli operatori più esperti e preparati, a prescindere quindi dalle loro personali disponibilità finanziarie, favorirebbe in ultima analisi l'efficienza allocativa delle risorse impiegate, contribuendo in tal modo a migliorare il funzionamento del sistema economico nel suo complesso (21).

(20) Sulla definizione di rischio economico generale si veda per tutti U. Bertini, *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, e F. Dezzani, *Rischi e politiche d'impresa*.

(21) Secondo un'accreditata corrente di pensiero, la prevalenza di strutture proprietarie chiuse può essere di disincentivo alla formazione del capitale "manageriale". Secondo tale interpretazione, nelle grandi società per azioni rette da proprietà chiuse, il management professionale è cosciente di non potere assumere una posizione di vertice direzionale. Inoltre la trasmissione per eredità dei possessori azionari vincola *ex ante* la scelta delle posizioni di vertice che viene generalmente effettuata nell'ambito della cerchia parentale. Per queste ragioni un sistema di imprese a struttura proprietaria aperta avrebbe elementi di attrattività, in quanto porrebbe le premesse per un mercato per l'assunzione di posizioni di vertice maggiormente

Ora, l'istituto della responsabilità limitata è altresì una condizione pressoché indispensabile per rendere prontamente trasferibile l'investimento azionario e, quindi, per assicurare la sua liquidabilità. Del resto è cosa nota che l'accesso delle imprese ai capitali azionari trova il suo vincolo proprio nella concreta possibilità che viene offerta agli investitori di potere realizzare il loro investimento in capitale di rischio in tempi ed a condizioni ragionevoli. In tale ottica le imprese, con il consenso degli azionisti, hanno tra l'altro proceduto a frazionare i diritti azionari emettendo milioni di titoli di valore unitario sempre più basso, al fine di attrarre verso i mercati azionari un numero crescente di potenziali "piccoli" investitori e generare, di conseguenza, nuove correnti di acquisto, in grado di aumentare la liquidità generale del sistema. I mercati finanziari, nel contempo, hanno progressivamente sviluppato strumenti e meccanismi sempre più evoluti e sofisticati per accrescere i volumi delle operazioni di compravendita a condizioni sempre più efficienti, consentendo così i trasferimenti di titoli azionari a costi davvero contenuti.

Peraltro il management ha favorito questo processo di ampliamento della base azionaria e di aumento della liquidità dei titoli. Ciò, infatti, ha in primo luogo permesso alle imprese di raccogliere ingenti masse di capitali di rischio, destinate a finanziare la crescita dimensionale e, con essa, il potere e l'autorità della classe manageriale, a cui ha inevitabilmente fatto da contrappeso il declino della figura del "proprietario-capitalista" (22). In secondo luogo, va osservato

concorrenziale, ad entrare nel quale potrebbe aspirare una vasta cerchia di soggetti.

(22) Peter Drucker, in *The New Realities: in Government and Politics, in Economy and Business, in Society and in World View*, ha così raccontato il « declino della figura del capitalista »: "Oggi detiene infatti meno potere economico e molto meno potere politico di quanto ne avesse fino allo scoppio della Grande Guerra. Allora gli uomini di affari più famosi — John D. Rockefeller, J.P. Morgan, Andrew Carnegie, Alfred Krupp e via scorrendo — potevano finanziare, e di fatto finanziavano, intere industrie grazie a investimenti

come l'aumento del numero degli azionisti fa sì che, a livello di singolo socio, si riduca considerevolmente l'incentivazione economica a ottenere le informazioni e monitorare l'operato del management. Va da sé che quando gli azionisti detengono quote percentualmente ridotte del capitale azionario ed operano con investimenti diversificati, essi hanno un interesse limitato a sostenere, individualmente, i costi necessari per esercitare un effettivo e penetrante controllo, comunque problematico, sull'andamento aziendale. A monte vi è un problema di *trade off* tra oneri (del singolo) e benefici (del

personali e privati. Erano "capitalisti" nel senso marxiano della parola, che possedevano e controllavano i mezzi di produzione. La ricchezza globale risultante dalla somma delle ricchezze dei 1.000 uomini più facoltosi dell'America di oggi (stando alle stime pubblicate sulla rivista Fortune del 9 settembre del 1989) stenterebbe a coprire il fabbisogno di capitale di qualche mese di una sola delle principali industrie americane. Grazie ai fondi pensionistici, i dipendenti sono i veri capitalisti di oggi. Di fatto nessuno, nemmeno il più ricco degli sceicchi produttori di petrolio o dei miliardari giapponesi possiede ormai la fortuna, indicizzata all'inflazione e alle imposte attuali, di uno dei magnati del primo novecento. Se tutti i "super ricchi" dei Paesi industrializzati sparissero d'improvviso, l'economia mondiale quasi non se ne accorgerebbe neanche. Il declino del potere dei capitalisti ha seguito a ruota il declino della loro importanza economica. Nel 1907, l'offerta d'acquisto di azioni di J.P.Morgan bastò a fermare l'ondata di panico della Borsa. Nel 1922, un magnate del carbone e dell'acciaio, Hugo Stinnes, impose personalmente al governo tedesco la politica che costò al Paese la superinflazione. Nessun uomo d'affari di oggi si sognerebbe mai di arrivare a tanto, non ne avrebbe il potere per farlo... Dal 1890 ai primi anni cinquanta, gli imprenditori rappresentavano la lobby più potente di Washington, persino sotto le amministrazioni più « anti-imprenditoriali ». Attualmente il gruppo di interesse che detiene il maggior potere è l'American Association of Retired People (AARP). Grazie ai loro pacchetti di fondi pensionistici, i suoi cinque milioni di membri rappresentano il blocco autonomo di proprietari più compatto e consistente di tutta l'industria americana. Ma certamente essi non si considerano un'impresa, non sono particolarmente interessati alla realtà imprenditoriale e, ammesso che ne abbiano, condividono pochi valori del business". Da pag. 149 della traduzione italiana dal titolo, *Economia, Organizzazione e Management*.

gruppo) attesi dall'iniziativa: in buona sostanza, l'azionista sostiene a proprio ed esclusivo carico l'intero costo per esercitare i diritti di controllo sull'azienda, mentre beneficia in misura marginale dei risultati ottenuti con il suo operato (ovvero nei limiti della quota del capitale posseduto, ricadendo gran parte del beneficio sugli altri azionisti). Nell'analisi economica ciò origina il fenomeno definito del *free riding*.

L'estremo frazionamento della compagine societaria in migliaia e migliaia di piccoli e medi investitori, generalmente operanti su scala diversificata, ha infine ostacolato il formarsi di alleanze e/o aggregazioni di pacchetti azionari atti a condizionare l'operato dei manager, ovvero ad affermare nelle scelte aziendali il punto di vista degli azionisti.

Quanto sin qui esposto permette di comprendere i motivi che hanno spinto gli azionisti a rinunciare ad esercitare i diritti di controllo legati alla proprietà, per attribuire, in cambio, priorità ai diritti economici legati alla trasferibilità ed alla liquidità dell'investimento in capitale azionario. Infatti, pur movendo dalla considerazione iniziale che la tradizionale nozione di proprietà evoca prerogative connesse al diritto d'uso del bene — che comunque non sono significativamente applicabili all'impresa in sé e per sé considerata — resta il fatto che gli azionisti hanno delegato pressoché *in toto* al management (prescindendo per ora dal ruolo dei Consigli di Amministrazione, nel seguito discusso) il controllo sull'attività aziendale, mantenendo in concreto il controllo soltanto sui propri titoli azionari. La proprietà d'impresa si traduce, in definitiva, nella proprietà di un pacchetto azionario che, a seguito della dematerializzazione dei titoli, non prende neppure necessariamente la forma di un certificato cartaceo: il possesso del pacchetto attribuisce in sostanza il diritto di trasferire a terzi la proprietà e/o altri diritti reali sul pacchetto medesimo (ad esempio il pegno o l'usufrutto) nonché quello di partecipare al flusso di ricchezza prodotta dall'azienda. Unitamente a tali diritti a contenuto meramente economico, la proprietà dei titoli azionari attribuisce altri

diritti, sovente poco esercitati come meglio chiarito in seguito, che presentano connotati tra loro parzialmente diversi a secondo degli ordinamenti giuridici nazionali. Tali diritti possono riassumersi, senza alcuna pretesa di completezza, nei: *a)* diritti a carattere partecipativo da esercitarsi attraverso il voto, con facoltà di ricorrere a terzi per l'uso del voto; *b)* diritti a carattere correttivo, tesi in prevalenza a manifestare dissenso sull'operato degli organi sociali; *c)* diritti residuali patrimoniali legati alla liquidazione della società e subordinati al soddisfacimento delle pretese dei creditori sociali. A monte di tutti questi diritti, vi sono i *d)* diritti ad ottenere informazioni sull'andamento aziendale. A titolo esemplificativo, i diritti a carattere partecipativo, indicati sub *a)*, presenti nel nostro ordinamento trovano per lo più espressione nell'esercizio del voto per l'approvazione del bilancio d'esercizio, per la nomina degli amministratori e dei sindaci e per l'adesione a cambiamenti statutari. I diritti definiti a carattere correttivo, indicati sub *b)*, riguardano *in primis* l'impugnazione di atti sociali (le denunce di irregolarità gestionali) e le delibere per azioni di responsabilità contro amministratori e sindaci. È possibile estendere a tale categoria anche i cosiddetti diritti di tutela delle minoranze e, tra questi, il potere di convocare l'assemblea. Come anticipato, tali diritti sono declinati con modalità diverse nelle legislazioni nazionali: a tale riguardo basti pensare come negli Stati Uniti, nel Regno Unito ed in Germania i bilanci non sono normalmente sottoposti all'approvazione assembleare, così come la nomina degli amministratori è esclusa dalla competenze assembleari in Germania e, limitatamente alle società amministrate dal *Directoire*, in Francia. Nel Regno Unito, invece, la nomina degli amministratori è liberatamente regolata per statuto, non essendovi norme di legge che attribuiscono tali competenza all'assemblea o ad altri (23).

(23) Dal cap. 2 di, *La Corporate Governance in Europa*, di Lelio Barbiera.

Ciò premesso, si vuole qui ricordare come gran parte dei diritti non economici, primi tra tutti quelli a carattere partecipativo, si traducono effettivamente in potere di condizionamento sulle scelte aziendali (e quindi in una forma di riappropriazione, seppure parziale, del controllo aziendale) a condizione che siano esercitati con i voti di un numero di soci sufficienti per raggiungere quorum azionari qualificati. In caso contrario, tali diritti, che per l'appunto sono chiamati anche di *voice*, valgono ben poco: danno invece la facoltà al singolo azionista di manifestare, nelle occasioni specificatamente previste, il proprio assenso/dissenso nei confronti della politica seguita dal management, ma si tratta di norma di manifestazioni isolate, che si esauriscono senza lasciare alcun seguito tangibile. Nelle società con compagine azionaria parcellizzata, il potere si è pertanto progressivamente cristallizzato. Sino all'affermazione degli investitori istituzionali (24) era pressoché impossibile raggiungere quorum assembleari che permettessero agli azionisti di fare presente il loro punto di vista, non fosse altro che per l'elevato frazionamento della compagine societaria e della scarsa propensione dei soci a partecipare attivamente, con il loro voto, alla vita societaria. Occorre inoltre aggiungere come, all'interno di tutti gli ordinamenti legislativi, sono presenti strumenti destinati a rafforzare il controllo aziendale e pensati per evitare lotte di potere, dagli effetti potenzialmente destabilizzanti, che, se prolungati, inciderebbero negativamente sull'efficienza d'impresa. Emblematico, anche se per molti versi unico, è il caso statunitense: la legge consente agli amministratori di promuovere in via ordinaria la propria rielezione grazie al meccanismo delle *proxy voting* e di sottrarre dall'approvazione assembleare decisioni di tutto rilievo, come la distribuzione di dividendi e la presentazione del bilancio d'esercizio.

(24) Vedi *infra* par. 3.2.

Per darsi ragione della disaffezione storica dei piccoli azionisti, basta osservare come le società li sempre hanno “corteggiati” per attrarre nuovi mezzi finanziari. Ma effettuate le loro scelte, allocato cioè il loro capitale, gli azionisti non sono poi mai messi in grado di influenzare significativamente gli indirizzi tracciati dall’alta direzione. Ad essi per troppo tempo è stata presentata un’unica alternativa, non sempre esaltante, di “*votare con il management oppure di vendere*”. Solo i profondi mutamenti intervenuti nel mercato finanziario hanno dischiuso loro nuove opportunità, ma di questo si tratterà nel prossimo capitolo.

Come si avrà modo di approfondire in seguito, l'*exit* rappresenta uno strumento deterrente di qualche efficacia (senza peraltro risolvere mai definitivamente il problema di fondo) a condizione che gli azionisti operino in un mercato finanziario efficiente e, non da ultimo, che cedano i loro titoli ad un investitore in grado di acquisire un consistente pacchetto azionario, atto cioè a garantire il controllo assembleare e a sostituire il top management e il consiglio di amministrazione. Se così non fosse, il tutto si risolverebbe in una sostituzione di azionisti deboli con nuovi azionisti altrettanto deboli, lasciando immutato il potere della classe manageriale.

Ed in effetti il fenomeno dei *takeover* registratosi in USA negli anni '80, di cui si è fatto cenno nel precedente capitolo, ha sicuramente trovato fertile terreno nella profonda disaffezione degli azionisti a partecipare alla vita delle aziende. Tale fenomeno, peraltro, non avrebbe mai avuto luogo se, nel contempo, non si fosse affacciata alla ribalta una nuova classe di investitori, abili nel montare operazioni finanziarie di dimensioni e complessità fino a quel tempo ritenute impossibili. Non a caso l'ondata di *Corporate Restructuring* — di cui i *takeover* hanno rappresentato l'espressione più eclatante — è stata resa possibile dai profondi cambiamenti intervenuti nel mercato finanziario statunitense riconducibili, oltre alla concentrazione di quote

sempre maggiori dei capitali societari nelle mani degli investitori istituzionali (per tutti i fondi di investimento e i fondi pensione), all'entrata in campo di un gruppo di nuovi operatori (i cosiddetti *raider*) abbastanza sofisticati per comprendere il potenziale valore attribuibile ai diritti di voto, sino allora completamente trascurati per i motivi già illustrati, abili quanto occorre per esercitare tali diritti con impegno e professionalità e, non da ultimo, sufficientemente "robusti" per raccogliere consistenti pacchetti azionari ed imporre il loro punto di vista sull'andamento aziendale e sulla nomina dei massimi organi di governo economico. Per completezza, va aggiunto che questi investitori hanno agito in un mercato caratterizzato da elevata liquidità e disponibile a finanziare l'acquisto dei titoli azionari, anche con strumenti innovativi (si pensi ai *junk bonds*), facendo accentuato ricorso alla leva finanziaria.

Sebbene i *takeover* siano stati inizialmente accompagnati da ampi consensi da parte dell'opinione pubblica — che ha visto in tali operazioni uno strumento deterrente verso lo strapotere della classe manageriale e di parziale tutela degli interessi troppo a lungo trascurati degli azionisti — va detto che le scalate ostili non rappresentano la soluzione ottimale per disciplinare il comportamento delle imprese verso la frontiera dell'efficienza e per ristabilire condizioni ottimali di *Governance*. Esse, invero, hanno in primo luogo rappresentato una fonte di eccezionale guadagno per i *raider* e per i manager che hanno saputo cogliere le opportunità che offrivano imprese assai "sottoperformanti" e con azionisti alquanto delusi: condizioni, queste, che indicano una situazione ormai degenerata (25).

(25) Osserva al riguardo Donaldson: "The activity of the "corporate control" market during the 1980s (*takeover* and LBO like capital market solution to corporate inefficiency) was not an indication of the U.S. corporate governance system, but rather a clear sign of its failure. The stockholder activism of the '80s was a response of last resort, and it therefore functioned as a very blunt instrument of cor-

2.4. I costi di agenzia

Nel precedente par. 1.3, si è scritto che i « costi di agenzia » si manifestano ogni qualvolta chi gestisce l'impresa (l'*agente*) non è proprietario (il *principale*) del capitale di rischio conferito. Per effetto di tale situazione, l'agente, che pure agisce in nome e per conto del principale, non beneficia degli incentivi tipici del proprietario. Infatti, se quest'ultimo gestisse direttamente l'impresa, "guadagnerebbe", quale proprietario, una lira addizionale per ogni lira incrementale prodotta dal suo impegno in azienda. Il gestore, invece, riceve di norma un compenso fisso, che potrà anche essere integrato da una componente variabile in funzione dei risultati raggiunti, ma, in ogni caso, difficilmente potrà vedere riconosciuta una significativa quota del suo sforzo lavorativo: tale quota, infatti, spetta per definizione al proprietario. I costi d'agenzia esprimono quindi gli oneri presenti nella vita delle imprese per risolvere i problemi d'incentivazione manageriale e/o per evitare i cosiddetti comportamenti opportunistici (*moral hazard*) tenuti da parte di chi esercita il controllo sull'attività aziendale.

I costi di agenzia nelle public companies

I problemi in parola trovano la loro massima espressione nelle *public companies*, dove più netta si registra la separazione tra "proprietà" e "controllo" d'impresa. Certo, elementi quali la "reputazione" del management e/o meccanismi di remunerazione parametrizzati ai risultati aziendali tendono ad attenuare la portata del problema, ma sicura-

porate reform. Although large shareholder gains were achieved through *takeover* in the short run, much long term corporate value — which consists, as I will argue, in no small part of the quality of management relations with employees, suppliers, and investors — was lost in the process". Da, G. Donaldson, *The Corporate Restructuring of the 1980's and Its Import for the 1990s*, cit.

mente non lo risolvono definitivamente né, tanto meno, rimuovono alle radici le sue cause. Questi strumenti, inoltre, possono produrre significativi risultati a condizione che le imprese operino in mercati efficienti — anche in termini di circuiti informativi adeguati per valutare i risultati ottenuti dai manager — e sufficientemente vitali ed attenti per valorizzare in misura apprezzabile i previsti miglioramenti nelle performance aziendali, a cui inevitabilmente legare i programmi di *stock option* e gli altri sistemi di incentivazione volti a riallineare gli obiettivi d'impresa con le funzioni di utilità personale degli esponenti del top management.

Il fatto è, si osserva, che il duraturo benessere aziendale risulta indissolubilmente associato ad un orientamento di lungo periodo, mentre il management deve sovente fare i conti con un orizzonte temporale limitato (coincidente con il suo mandato), all'interno del quale sarà valutato per i risultati raggiunti. Può accadere così che il management senta l'esigenza di lasciare traccia del suo operato nel minor tempo possibile, improntando la direzione aziendale ad un orientamento di breve periodo. Da queste considerazioni nascono inconvenienti direzionali assai noti in letteratura che riguardano la resistenza del management ad impegnare risorse in iniziative che daranno i loro frutti oltre la presunta durata dell'incarico, ovvero a perseguire egualmente ambiziosi obiettivi, ma cercando di comprimerne la realizzazione in tempi troppo ristretti (26). Ed è così che si assiste ad un "palleggia-

(26) È interessante osservare come la prolungata crisi che at-tanaglia l'industria giapponese dagli inizi degli anni '90 ha parzialmente ridimensionato taluni severi giudizi sulla presunta "miopia" del management delle imprese americane, accusato di ricercare profitto di breve a scapito di politiche più innovative. Recentemente si è introdotto il termine di "astigmatismo" per qualificare temporalmente il comportamento del management giapponese, che, per cultura, è portato a sovrainvestire e, complice un mercato finanziario sin troppo paziente, si è mostrato poco o nulla attento alle istanze di profittabilità aziendale da realizzare nel presente o, comunque, in un futuro non troppo lontano. Sulla tensione ideale tra gli obiettivi di breve e

mento” di responsabilità tra la classe manageriale ed il mercato finanziario: la prima accusa il secondo di “miopia speculativa”, che trova espressione in frequenti negoziazioni dettate esclusivamente dalla conoscenza dei risultati di breve termine, mentre il secondo ritiene che l’orientamento al breve termine degli investimenti azionari sia la naturale conseguenza dell’incapacità messa in luce dai vertici aziendali nel formulare e perseguire strategie di ampio respiro (27).

Altre inefficienze che stanno all’origine dei costi d’agenzia sono l’espressione di scelte manageriali tese a preservare il controllo dell’impresa da parte dei “gestori” non proprietari. In questo senso, ad esempio, il management guarda con estremo favore allo sviluppo dimensionale, a prescindere dai suoi effetti sul valore economico aziendale. Infatti, la crescita — sovente finanziata con nuovi capitali che incrementano il valore di capitalizzazione di borsa — contribuisce a stabilizzare l’assetto di potere, perché allontana la minaccia di *takeover* ostili per l’onerosità dell’operazione. Inoltre il valore del controllo, per come può essere fruito dal top management (livelli remunerativi, prestigio personale, spese discrezionali per l’alta direzione e così via), dipende inevitabilmente dall’estensione del suo « impero » (28). Per analogia, il management sarà avverso ad operazioni di ridimensionamento aziendale, anche se tale comportamento non è in linea con la prospettiva di valutazione dei “proprietari”, improntata piuttosto alla massimizzazione del valore dell’investimento azionario.

quelli di medio lungo ha scritto Merton Miller, in, *Is American Corporate Governance Fatally Flawed?*, osservando come: “You have to pay attention to both simultaneously and it seems, to me at least, that too many Japanese companies have sacrificed profitability for market share. But much of this increased market share will never translate into profit or shareholder gains. As one observer recently put it, the Japanese economy is now “choking on an orgy of overinvestment”.

(27) Per tutti G. Hamel e C.K. Prahalad, *Strategic Intent*.

(28) L. Caprio, *Le strutture proprietarie delle società quotate, l’efficienza della gestione societaria e il diritto*.

Un possibile cambiamento “non concertato” del controllo aziendale può suscitare nell’alta direzione preoccupazioni ben maggiori di quelle suscitate negli stessi azionisti. A questi ultimi, infatti, viene data la facoltà di realizzare i propri titoli ad un congruo prezzo, in ogni caso superiore a quello di quotazione; i manager, per converso, non hanno contropartita. Per la classe manageriale la nuova situazione che si verrebbe a creare rappresenta solitamente una perdita d’immagine e può significare una battuta d’arresto professionale, in casi estremi la fine della carriera; per tale motivo in passato ha cercato di far adottare meccanismi e strumenti, non senza costi per l’impresa e per i suoi azionisti, tesi a scongiurare il pericolo di scalate ostili e/o volti a compensarla economicamente qualora i *takeover*, nonostante gli sforzi fatti per evitarli, abbiano avuto esito positivo.

Negli Stati Uniti, la nazione dove il fenomeno ha assunto le proporzioni di gran lunga maggiori e dove si sono scatenate vere e proprie battaglie per le deleghe (denominate *proxies fights*), nel corso delle quali si sono trovati contrapposti i gruppi di comando attaccati (*incumbents*) e gli scalatori che vogliono spodestarli (*insurgents*), esiste una letteratura che descrive minuziosamente le misure anti *takeover* studiate e poi perfezionate sul campo a partire dagli anni '80. A questo proposito giova osservare come, a distanza di anni dalla loro introduzione, sia tutt’ora controverso il bilancio per le imprese che le hanno adottate e, soprattutto, per i loro azionisti. Da un lato, infatti, tali misure hanno certamente consentito al management di svolgere per un certo periodo la leadership strategica ed operativa con un buon grado di tranquillità, senza disperdere cioè eccessive energie per “guardarsi continuamente alle spalle” da possibili attacchi ostili e/o per rintuzzare volta volta le falle che si aprono in una situazione, destabilizzante, caratterizzata da un’eccessiva facilità di trasferimento del controllo. In simili frangenti perdono tra l’altro efficacia i sistemi di incentivazione pensati per riallineare l’utilità del

management agli interessi degli azionisti. D'altro lato, è difficile valutare a priori gli effetti sul valore aziendale legati all'introduzione di strumenti anti *takeover*, quali le cosiddette "*poison pill*" (29) e, a maggior ragione, quelli legati allo sviluppo di politiche aziendali volute dal management con lo specifico intento di ridurre l'attrattività dell'impresa per potenziali acquirenti ostili (a titolo esemplificativo, si va dal riacquisto massiccio di azioni proprie alla vendita dei business più appetibili, la cosiddetta *crown jewel strategy*). Tattiche antiscalata più articolate permettono infine di far lievitare i prezzi dei titoli azionari, a beneficio degli azionisti, e di convogliare in direzione del top management parte del valore atteso dall'operazione, sia perché questi favorisce il nuovo gruppo di comando rendendo "amichevole" il passaggio del controllo aziendale, sia perché sono previste forme esplicite di remunerazione del management per la perdita della sua posizione di dominio sull'impresa (i cosiddetti *golden parachutes*).

Si può quindi osservare come alcune misure anti *takeover* tendono nei fatti ad escludere le imprese dal mercato delle acquisizioni, impedendo non solo la contendibilità, ma persino la mobilità del capitale azionario di controllo: si tratta dunque di un aspetto in nessun modo conciliabile con le legittime attese degli azionisti. Per altre misure anti *takeover*, invece, è difficile distinguere a priori se rispondono prevalentemente agli interessi dell'assetto di controllo o, invece,

(29) In estrema sintesi, si tratta di diritti o warrant emessi per precauzione dalle imprese e che divengono operativi, quindi acquistano valore, soltanto quando le società sono soggette a concreti rischi di *takeover*. Le *poison pill*, che possono assumere modalità diverse (ad esempio le *flip over pill* danno il diritto di acquistare nuove azioni emesse con ragguardevole sconto rispetto al prezzo di mercato, mentre le *flip in pill* quello di rivendere le azioni alla società attaccata) hanno in comune lo scopo di prevenire scalate non amichevoli, generando tra l'altro incertezze sull'ammontare dell'investimento richiesto che, in ogni caso, tende ad incrementarsi considerevolmente proprio per effetto di tali espedienti.

se consentono alle imprese di porsi al riparo da ripetute e dannose battaglie per acquisirne il controllo e permettono ai suoi azionisti, qualora aderiscano all'offerta di acquisto, di realizzare il loro investimento a condizioni più favorevoli. Altri interrogativi, infine, continuano a rimanere aperti. Ad esempio, fino a che punto il top management può ostacolare un'offerta ostile senza nello stesso tempo offrire agli azionisti una concreta alternativa per realizzare i titoli allo stesso prezzo promesso dallo scalatore? Quale libertà di azione deve avere il top management per contrastare le offerte ritenute amichevoli? Ovvero, in che tempi e con che modalità le imprese soggette a *takeover* devono adeguarsi alla cosiddetta *passivity rule* (30)? L'introduzione di sempre più sofisticate

(30) Si consideri al riguardo la clamorosa bocciatura dell'OPA europea, ampiamente commentata al successivo par. 3.3, proprio a motivo della difesa ad oltranza delle norme antiscalata fortemente volute dalla Germania. Sempre con riguardo alle regole sulla cosiddetta "*passivity rule*", si segnala la polemica sull'efficacia delle modifiche introdotte nel nostro ordinamento dai magistrati amministrativi dei TAR e dei Consigli di Stato. In un articolo apparso su, *Il Sole 24 Ore*, del 3 luglio 2001, dal titolo, *Un'OPA alla prova dei fatti*, viene segnalato l'esordio negativo delle « regole sulla passività » alla luce delle operazioni straordinarie che hanno interessato il panorama finanziario italiano nell'estate del 2001: « Le prime indiscrezioni sulla cordata guidata da Fiat ed EDF si sono diffuse giovedì scorso, ma soltanto ieri la parola OPA è comparsa in un comunicato ufficiale di Italennergia. (nda v. *infra* tab. 3.2, par. 3.3). Nel frattempo il mercato si è lungamente interrogato su quanto stava avvenendo e la società presa d'assalto (Montedison) è riuscita a convocare un consiglio di amministrazione decidendo importanti alienazioni (Burgo e Fondiaria) tra i suoi *asset*. Coloro che hanno lanciato l'OPA non hanno fatto altro che rispettare le nuove regole impartite dalla CONSOB a seguito della sentenza intervenuta sull'OPA Generali - INA ». Si rammenta che con le nuove regole è stato stabilito che il meccanismo della passività (gli amministratori non possono contrastare l'offerta dello scalatore se non ricevono il preventivo benestare dall'assemblea degli azionisti) non parte più, come era stato originariamente previsto, dal momento della prima comunicazione dell'OPA, ma da dal momento della formale consegna alla CONSOB dell'intera documentazione richiesta per il prospetto informativo.

misure anti-*takeover* non contribuisce, nei fatti, a rendere il top management ancora meno responsabile (*accountable*) nei confronti dei propri azionisti? E questi ultimi, sono moralmente liberi di vendere le proprie azioni a qualsiasi offerente, senza porsi cioè alcuna domanda sul prevedibile destino dell'impresa in mano al nuovo capitale di controllo?

I costi di agenzia nelle società a controllo precostituito

Il fatto che ci si sia occupati dei costi di agenzia nell'ambito delle *public companies* non sta certo a significare che queste particolari forme di inefficienze non interessino anche le società dove vi è parziale coincidenza tra la proprietà e il controllo. Il riferimento è a quelle forme proprietarie, facilmente identificabili nelle società quotate italiane, caratterizzate dalla presenza di un azionista che dispone del controllo, o di un insieme di azionisti che si alleano per esercitarlo. In tali situazioni si rappresenta l'esigenza di tutelare gli altri azionisti, definiti anche *outsider*, dal forte potere di condizionamento esercitabile dall'azionista di controllo in virtù del possesso dei diritti di voto che gli consentono di esprimere la maggioranza assembleare. Talvolta ciò è reso possibile senza che neppure il controllante disponga del 51% del capitale sociale: anzitutto per l'estremo frazionamento dei cosiddetti azionisti *outsider*, che impedisce il formarsi di maggioranze assembleari diverse da quella precostituita, mentre, in altri casi, si gioca sulla presenza di categorie di azioni con diritti di voto limitato e/o sulla struttura dei gruppi piramidali, che, come noto, consentono di allentare il legame tra proprietà e controllo in misura sempre più accentuata via via che si allunga la catena tra l'investimento diretto ed il controllo del capitale azionario, anche attraverso il sistema delle cosiddette « scatole cinesi » (31).

(31) Vedi S. Bragantini, *Capitalismo all'italiana*. Al riguardo è interessante osservare come la recente acquisizione della Olivetti da parte della Pirelli ha riproposto in tutta la sua rilevanza il tema delle

In effetti, nelle società caratterizzate dalla presenza di un azionista “forte” (definite anche società “eterodirette”) si registra uno scompenso, seppure meno evidente che nelle *public companies*, tra lo sforzo profuso dal gestore-azionista

« scatole cinesi ». Questo strumento, che si sostanzia nel controllo attraverso i gruppi piramidali, permette al controllante di diluire la quota di possesso integrato (ossia la quota di patrimonio netto del gruppo e di ripartizione dell'utile che è a lui riconducibile attraverso la catena) conservando il controllo, al riparo solitamente dalla minaccia di OPA ostili. Il fenomeno può quindi determinare una strutturale divergenza tra chi controlla il gruppo (e di solito possiede azioni della sola società al vertice della piramide) e gli azionisti di minoranza (che partecipano soprattutto al livello più basso). La divergenza cresce via via che diminuisce la quota di possesso integrato del soggetto controllante. La riduzione della quota di possesso integrato amplifica in misura esponenziale l'importanza dei “benefici privati” nelle principali scelte dell'azionista di controllo. In un articolo dal titolo, *Dalle « piramidi » ai conflitti di interesse*, pubblicato su, Il Sole 24 Ore del 29 agosto 2001, Gustavo Minervini, Marcello Bianchi e Luca Enriques hanno tra l'altro messo in luce come, con l'operazione Pirelli - Olivetti, l'effetto leva dovuto al gruppo piramidale si è amplificato ulteriormente rispetto alla quota di possesso integrata detenuta da Bell nel precedente assetto proprietario.

Il possesso integrato detenuto da Bell e Pirelli

	Situazione pre Pirelli-Telecom Controllante: Bell sa		Situazione post Pirelli-Telecom Controllante: Pirelli & c.	
	Quota di controllo	Quota di possesso integrato (1)	Quota di Controllo	Quota di possesso integrato (1)
Pirelli & C	-	-	25,1%	-
Pirelli SpA	-	-	49,0%	36,3%
Olivetti	26,2%	23,4%	27,0%	10,2%
Telecom	54,9%	12,9%	54,9%	5,6%
Tim	56,2%	7,2%	56,2%	3,1%
Seat	53,9%	7,1%	53,9%	3,1%
Media (2)	52,6%	11,3%	52,2%	5,9%

(1) La quota di possesso integrato è calcolata ad ogni livello moltiplicando la quota di controllo per le quote di controllo dei livelli precedenti.

(2) Media delle quote di possesso integrato detenute dalla capogruppo nelle singole società, ponderata per la loro capitalizzazione di Borsa.

per migliorare le performance aziendali e gli incentivi tipici del proprietario. L'azionista di controllo che gestisce l'impresa trarrà quindi beneficio dagli utili addizionali frutto del suo impegno professionale in azienda soltanto in misura proporzionale alla quota del capitale sociale in suo possesso. L'incentivo a massimizzare gli utili distribuibili è quindi meno forte rispetto all'ipotesi in cui egli detenga la totalità azionaria e decresce progressivamente al decrescere della sua quota partecipativa al capitale sociale. Del resto è evidente che tale ultimo obiettivo ha una diversa valenza motivazionale se il gestore-azionista possiede l'ottanta per cento del capitale sociale piuttosto che il venti.

Ora, la descritta circostanza può indurre il gestore-azionista a ricercare soluzioni tese ad incrementare la propria utilità personale, sia perseguendo i benefici tipici spettanti a chi gestisce il controllo aziendale (politiche remunerative e di *stock option*, spese discrezionali a disposizione degli organi massimi di governo economico, prestigio personale e così via), sia perseguendo altri benefici economici, collegati comunque allo svolgimento della gestione aziendale, che sono tuttavia destinati a riflettersi negativamente sulla produzione degli utili distribuibili alla generalità degli azionisti. Si argomenta quindi di problematiche che danno contenuto ai possibili conflitti di interessi che, per esperienza, trovano la più evidente manifestazione nelle operazioni intrattenute dall'azienda con le cosiddette parti correlate, vale a dire nelle negoziazioni poste in essere tra imprese sottoposte all'influenza del medesimo azionista di riferimento, esercitabile direttamente o per il tramite di propri emissari designati all'interno dei massimi organi di governo economico. Può accadere pertanto che l'azionista, in qualità di gestore d'impresa, ponga in essere transazioni privilegiate con altre imprese, che pure controlla, a condizioni non sempre allineate con quelle di mercato, oppure rinunci a cercare condizioni di scambio più favorevoli realizzabili se sostituisse imprese clienti o fornitrici con altri partner indu-

striali, che però non siano legati a lui da rapporti di interessenza societaria. Sono stati riportati esempi “di scuola”, ma la casistica è assai più ampia ed i conflitti di interessi possono assumere forme ben più complesse. Ciò che qui preme rilevare è come, all’attenuarsi della relazione tra l’investimento diretto in capitale di rischio e l’esercizio del controllo sulla gestione aziendale, cresce la possibilità che le decisioni siano informate a criteri e finalità in parte estranei a quelli della massimizzazione del valore economico dell’impresa in sé e per sé considerata e, in ultima analisi, del valore dell’investimento azionario.

L’azionista che detiene la maggioranza del capitale sociale può dunque essere portato ad incrementare il valore fruibile dal suo controllo con operazioni non sempre allineate con l’interesse degli altri investitori *outsider*, i quali, a differenza del primo, trovano nelle quotazioni dei titoli l’unico mezzo e l’esclusivo fine per valorizzare il loro investimento (32). In questo senso, inoltre, l’azionista di controllo guarda con preoccupazione le opportunità di sviluppo aziendale da finanziare con ricorso a nuovo capitale azionario, se questo comporta una diluizione della propria posizione di controllo, oppure è avverso a cedere il pacchetto di maggioranza a potenziali acquirenti, che più di lui siano in grado di aumentare il valore economico dell’impresa, quando questi ultimi non sono disposti a riconoscere un elevato sovrapprezzo per compensarlo della perdita dei benefici connessi al controllo, che non trovano ovviamente riflesso nelle quotazioni dei titoli. Infine, ben difficilmente sarà disponibile a farsi da parte per eventuali errori gestionali compiuti nel suo ruolo di gestore-azionista, affidando di conseguenza la leadership strategica operativa a manager esterni che offrono migliori garanzie per una più efficace conduzione dell’attività aziendale.

(32) A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*.

Le menzionate inefficienze, che stanno alla base dei costi di agenzia tipici di imprese con assetto proprietario qualificato dalla presenza di un azionista “forte”, si ripercuotono *in primis* sugli azionisti di minoranza. Per molti versi, questi ultimi si trovano in una posizione di potenziale vulnerabilità, maggiore per quanto possibile di quanto argomentato trattando delle *public companies*. In primo luogo, perché la mancata contendibilità del controllo del capitale azionario impedisce loro di cogliere l’opportunità di vedere valorizzati i loro diritti di voto nel contesto di battaglie assembleari accese da scalatori ostili che, per l’appunto, vogliono acquisire la maggioranza del capitale aziendale con offerte e sollecitazioni pubbliche di acquisto. I soci di minoranza, tutt’al più, possono vedere riconosciuto parte del valore incorporato nelle loro azioni grazie alle disposizioni normative che regolamentano l’obbligo di acquisto dei loro titoli, ma sempre a condizione che l’azionista di maggioranza abbia per sua libera scelta, e non potrebbe essere altrimenti, trasferito “amichevolmente” il controllo del capitale azionario. Per questo motivo, le quotazioni dei titoli emessi da società con controllo assembleare precostituito scontano in genere il minor valore attribuibile ai connessi diritti di voto. Oltre alla “non contendibilità”, le quotazioni di questi titoli possono riflettere anche un ulteriore sconto, definito di “minoranza”, che esprime la vulnerabilità degli azionisti *outsider* verso politiche attuate dall’azionista di maggioranza al solo scopo di aumentare il valore fruibile dall’esercizio del suo controllo e che si estrinsecano in azioni non sempre conformi all’obiettivo della generazione di nuovo valore economico. Come se non bastasse, si rammenta poi l’impossibilità, da parte dell’azionista di minoranza, di rimuovere e sostituire il gestore-azionista, anche se questi ha dato prova di scarsa capacità manageriale. Peraltro, l’eventuale riconoscimento dello sconto di *minoranza*, ed a maggior ragione la sua misura, dipendono fortemente dalla percezione formatasi sul mercato azionario sul grado di lealtà e correttezza, formale e

sostanziale, a cui l'azionista di maggioranza intende informare i propri rapporti con gli investitori *outsider*. Ed in effetti, il mercato sconterà il valore dei titoli in circolazione, a cui sono associati diritti di voto pressoché ininfluenti ai fini delle maggioranze assembleari, applicando un fattore di sconto che è inversamente proporzionale alla propensione con cui l'azionista di controllo dà prova, e ha dato prova in passato, di tenere in considerazione i punti di vista degli azionisti di minoranza. In sintesi, si tratta di vedere tutelate le legittime aspettative del mercato, anche e soprattutto in occasione di operazioni aziendali suscettibili di potenziale conflitto di interessi.

I costi di agenzia e la comparsa degli investitori istituzionali

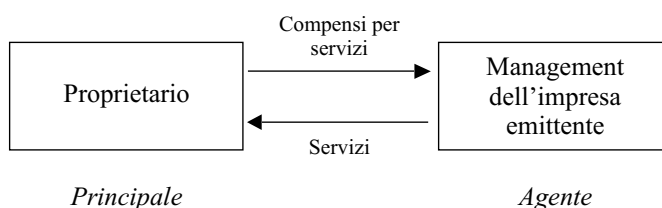
Come si avrà modo di approfondire nel successivo capitolo, il principale cambiamento strutturale che ha interessato nell'ultimo ventennio il mercato finanziario riguarda la prepotente affermazione degli investitori istituzionali ed il ruolo di primissimo piano che questi sono andati progressivamente ad assumere. Nel complesso rapporto tra proprietà e controllo d'impresa, essi si inseriscono come figura intermedia, che si frappone tra i due soggetti sin qui menzionati: da un lato, gli azionisti "individuali" e, dall'altro, i top manager delle imprese emittenti.

Si premette sin d'ora che la comparsa di questi investitori comuni professionisti, che svolgono la funzione di « proprietari istituzionali », non risolve definitivamente le questioni soggiacenti all'*Agency Theory*; di certo essi forniscono adeguate risposte a talune inefficienze legate alla separazione tra la proprietà ed il controllo d'impresa, ma il loro ingresso propone altresì nuovi interrogativi.

Gli intermediari (si pensi ai fondi comuni) investono nel capitale di rischio delle imprese e detengono in portafoglio consistenti pacchetti azionari impiegando solo marginalmente mezzi propri; la parte preponderante è costituita dalle liquidità fornite dai risparmiatori, nel cui

esclusivo interesse quindi operano gli intermediari. I risparmiatori individuali continuano a rimanere i “proprietari ultimi” dell’impresa, mentre i fondi agiscono su mandato fiduciario e rispondono della diligenza profusa nell’esercizio del loro compito svolto a favore dei risparmiatori, che, conferendo l’incarico, hanno dato credito a queste figure professionali.

Figura 2.2. — I contenuti del contratto di agenzia (modello tradizionale)

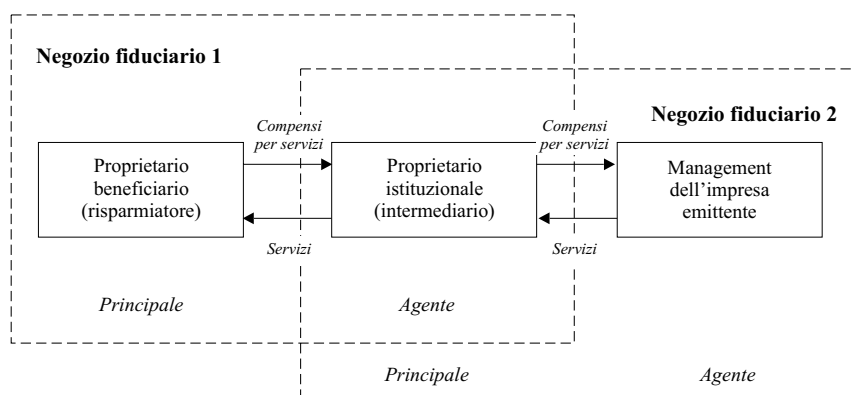


Il tradizionale contratto tra il proprietario (il *principal*) ed il management (l'*agente*) sintetizzato nella figura 2.2, si arricchisce di un nuovo soggetto (V. figura 2.3).

L'investitore professionista rappresenta nel contempo l'*agente*, per il risparmiatore-beneficiario nell'ambito del negozio fiduciario sub 1), ed il *mandante* (il *principal*), per il management dell'impresa (l'*agente*) in cui sono impiegate le risorse conferite in gestione nell'ambito del negozio fiduciario sub 2).

Il modello esposto nella figura 2.3 si presta quindi a rappresentare il ruolo svolto da questi intermediari alla luce delle relazioni d'agenzia. In particolare resta in vita il legame, seppure filtrato dagli investitori professionisti, che unisce il management dell'impresa con i suoi ultimi proprietari (i risparmiatori) e viene altresì messo in luce un nuovo legame, sempre di natura professionale e nel quale permangono forti asimmetrie informative, che lega i risparmiatori con gli investitori comuni.

Figura 2.3. — I contratti di agenzia nel prolungamento della catena proprietaria



Una prima circostanza da prendere in considerazione riguarda l'inevitabile allungamento della catena proprietaria. Per comprendere il motivo di questo prolungamento occorre preventivamente chiedersi se gli investitori istituzionali esercitano le prerogative spettanti ai proprietari d'impresa con modalità diverse (verosimilmente più efficienti) rispetto agli azionisti individuali e, se la risposta è affermativa, accertare in che misura queste diverse modalità si riflettono poi sull'esecuzione dei contratti di agenzia. Come sempre si tratta di mettere a confronto i costi ed i benefici della scelta alternativa: domandarsi in altri termini se, rispetto al consolidato modello proprietario, le possibili utilità che deriveranno dal ricorso ad una forma di "istituzionale proprietà comune" superano i costi incrementali di agenzia, che comunque traggono origine dal nuovo rapporto negoziale che si instaura tra i risparmiatori e gli intermediari.

Entrando nel merito delle ragioni che spingono i risparmiatori ad accedere ai servizi offerti dagli investitori professionisti si rammenta quanto segue.

Il ricorso agli intermediari consente ai piccoli investitori individuali di avvicinarsi al mercato finanziario a prescindere dalle loro esperienze e capacità soggettive: si affi-

dano in pratica a professionisti ed in questo modo suppliscono ai cosiddetti “*costi di partecipazione*” (33). I costi in parola esulano il problema delle asimmetrie informative, poiché riguardano il bagaglio essenziale di conoscenze ed informazioni che, a monte di ogni decisione, i piccoli risparmiatori ritengono indispensabile acquisire per operare individualmente sul mercato finanziario. La nozione di “*costi di partecipazione*” sta alla base del rapporto negoziale intrattenuto tra l’intermediario ed il risparmiatore; rapporto che consente al proprietario-beneficiario (il *principal*) di prendere parte alle vicende del mercato senza gli elevati costi di partecipazione, che dovrebbe sostenere per l’appunto in assenza del servizio prestato dall’intermediario (l’*agente*).

È importante sottolineare l’aspetto fiduciario sottostante l’esecuzione dei contratti d’agenzia. L’intermediario deve dare prova nel corso del suo operato della massima professionalità, diligenza ed imparzialità di giudizio nell’esclusivo interesse dei risparmiatori-beneficiari, evitando ogni situazione suscettibile di conflitto tra i propri interessi e quelli dei mandanti. L’asimmetria informativa assoggetta i risparmiatori a possibili abusi di fiducia: gli intermediari, ad esempio, impiegano le disponibilità assunte in gestione per investimenti con un profilo di rischio e volatilità non rispondente alle aspettative dei mandanti, oppure perseguono proprie finalità che mal si conciliano con le priorità dei risparmiatori (tipico è il caso di operazioni negoziali attuate con frequenza frenetica per aumentare il lucro del gestore). Le responsabilità di queste figure professionali si estrinsecano quindi nei doveri di diligenza e lealtà del fiduciario e, per quanto possibile, di contenimento dei costi di agenzia.

Piccoli e medi azionisti, inoltre, possono rivolgersi a queste figure di intermediari al fine di diversificare il loro

(33) Sul concetto di costi di partecipazione, o costi da sostenere da parte dell’investitore individuale per partecipare al mercato finanziario, si sono espressi tra gli altri F. Allen e A. Santomero, in *The Theory of Financial Intermediation*.

investimento e ridurre il rischio di mercato: la partecipazione ad un fondo comune permette di realizzare un livello di diversificazione del portafoglio azionario non conseguibile su basi individuali per un importo investito in genere limitato.

I risparmiatori, altra ragione addotta, confidano che l'attività di monitoraggio sul comportamento del top management sia svolta con maggiore efficacia se viene delegata ad investitori professionisti. Adeguatamente remunerati, essi mettono in campo competenze e risorse, inimmaginabili per il piccolo azionista, al fine di verificare che il vertice aziendale non persegua comportamenti opportunistici contrari alle aspettative dei risparmiatori (ultimi azionisti nella catena). L'intermediario agisce pertanto in qualità di comune agente per conto di numerosi mandanti-proprietari ed accerta sistematicamente che le azioni intraprese da coloro che esercitano la leadership d'impresa siano sempre allineate agli interessi dei loro ultimi mandanti (per l'appunto i proprietari-beneficiari) in una prospettiva di generazione di valore economico nel medio lungo periodo. Ad una progressiva concentrazione dei diritti di proprietà nelle mani di pochi soggetti istituzionali può seguire infine un riequilibrio di poteri, specie all'interno di quegli assetti societari dominati da un azionista di riferimento: per quanto in precedenza affermato, si può assistere ad una riduzione dello sconto di minoranza applicato dal mercato sui titoli detenuti dagli investitori *outsider*.

Assai più discutibile, da ultimo, è la presunta superiorità delle prestazioni sul capitale investito da parte di questi « proprietari istituzionali » rispetto ai proprietari individuali. L'esperienza di questi ultimi anni ha dimostrato come raramente i mezzi amministrati dagli intermediari ottengono ritorni quanto meno allineati agli indici generali di performance dei mercati finanziari (34).

(34) Da una ricerca di Assogestioni pubblicata su, *Il Sole* 24 Ore del 14 febbraio 2001, è risultato che, nel corso del 2000, solo il 17% dei fondi comuni italiani che dichiara le performance del proprio benchmark è riuscito a vincere il match con il mercato.

Ai benefici sin qui descritti, taluni invero più auspicati che effettivi, si contrappongono anzitutto i costi per i compensi riconosciuti agli intermediari per i servizi resi.

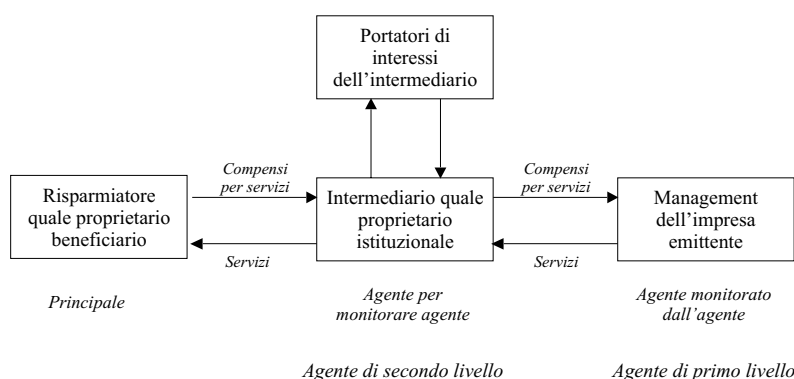
Si consideri inoltre come queste figure di investitori professionisti sono a loro volta organizzazioni complesse con finalità proprie, trascendenti quelle dei mandanti-beneficiari, controllate da manager per conto di azionisti, gli uni e gli altri a loro volta portatori di interessi specifici, che non sono sempre allineati con le attese dei risparmiatori conferenti i mezzi da gestire. È interessante rifarsi all'esperienza nazionale: i fondi comuni di investimento sono per lo più di emanazione delle banche le quali, ha annotato criticamente il Presidente della CONSOB, *« oltre ad essere in rapporti di affari con gli emittenti, sono sponsor delle nuove emissioni, coordinano i collocamenti azionari e partecipano ai consorzi; producono e diffondono ricerche e analisi sulle prospettive dei singoli titoli, sono emittenti di strumenti finanziari, spesso assai complicati, destinati al pubblico »* (35).

Il ricorso agli investitori comuni come figure intermedie della catena proprietaria rappresenta quindi un'inevitabile fonte di costi di agenzia nell'esecuzione del contratto fiduciario: si introducono cioè altre possibile inefficienze, che traggono origine dal rapporto tra i proprietari ed il management della società emittente.

(35) Da, *Incontro annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Luigi Spaventa*, Milano, 5 aprile 2001. Nel rinviare per un approfondimento al successivo par. 3.2, si riporta, a titolo esemplificativo del dibattito aperto all'interno del sistema finanziario italiano, il caso di Intesa Bci e Unicredit, divenuti azionisti strategici di Olimpia, la società che controlla Olivetti e a cascata Telecom e Tim. I due gruppi bancari sono anche tra i più attivi nel campo del risparmio gestito; controllano cioè importanti fondi comuni di investimento, che a loro volta hanno in portafoglio azioni Olivetti, Telecom e Tim, in questo caso per conto dei propri clienti. Questa situazione, è stato fatto notare, è una sovrapposizione che porta dritto dritto al tema del conflitto di interessi.

Nella figura 2.4 è rappresentata la situazione che si viene a creare: le relazioni contrattuali di agenzia sono rese più complesse dalla contestuale presenza di più agenti. L'intermediario, che è al centro di un intreccio di contratti, può essere visto secondo il modello del nesso di agenzia (NAM - Nexus Agency Model) (36), secondo il quale un agente controlla un altro agente.

Figura 2.4. — Gli investitori comuni istituzionali e il nexus agency model (NAM)



Il modello pone in risalto la presenza di tre possibili fonti di inefficienze alla base dei costi di agenzia che gravano sui risparmiatori: quelle afferenti i contratti con il vertice dell'impresa emittente (agente di 1° livello); quelle afferenti i contratti con gli investitori professionisti (agente di 2° livello) e, infine, quelle afferenti i rapporti tra questi ultimi ed i loro azionisti. Il passaggio dall'originaria forma proprietaria "individuale" alla forma proprietaria "istituzionale" comporta per il risparmiatore nuovi costi di agenzia, che si affiancano a quelli di 1° livello tradizionalmente associati alle relazioni con il management dell'impresa (37).

(36) V. M. Schneider, *When Financial Intermediaries are Corporate owners: an Agency Model of Institutional Ownership*.

(37) Recentemente hanno fatto la loro apparizione nel panorama finanziario anglosassone nuove figure di consulenti professioni-

In conclusione, se è vero che il ricorso agli intermediari in veste di proprietari istituzionali riduce per i mandanti i costi di partecipazione al mercato finanziario e consente di monitorare più efficacemente il comportamento del management d'impresa, è altrettanto vero che, per valutare compiutamente tale beneficio, occorre altresì mettere in conto i potenziali costi d'agenzia incrementali derivanti dai rapporti negoziali con gli investitori professionisti ed i loro *stakeholder*.

2.5. Costi di agenzia e temi di *Corporate Governance*: una prima classificazione

Alla luce di quanto sin qui osservato, si comprende come le problematiche sottostanti i costi di agenzia occupano una posizione centrale all'interno dei temi di *Corporate Governance*. A tale riguardo può essere utile, in questa prima parte del lavoro, ordinare i temi in parola sulla base dei distinti meccanismi che, secondo un noto Autore (38), disciplinano i rapporti di agenzia: la *regolamentazione*, le *forze di mercato*, il *monitoraggio* e i *sistemi di incentivazione*. I primi due meccanismi configurano le cosiddette soluzioni *arm's length* (letteralmente traducibili in "applicabili a distanza", cioè soluzioni a prevalente carattere esterno, *outsider system*), i restanti due meccanismi le cosiddette soluzioni relazionali (cioè soluzioni a prevalente carattere interno, *insider system*).

sti, che agiscono da *advisor* indipendenti dei fondi comuni di investimento per garantire al mercato la massima trasparenza ed *accountability* degli intermediari nei confronti dei loro sottoscrittori-risparmiatori (V. *Infra* par. 4.3). Il modello del NAM (*Nexus Agency Model*) ora proposto si articolerebbe ulteriormente per l'ingresso di un altro agente, con ovvie implicazioni sull'esecuzione dei vari e sempre più numerosi rapporti di agenzia.

(38) S.A. Ross, *The economic theory of agency: The principal's problem*.

Ognuno dei citati meccanismi, che agisce in stretta interdipendenza con tutti gli altri, rappresenta l'elemento costitutivo di un unico sistema integrato, volto nel suo complesso a minimizzare le inefficienze legate ai costi di agenzia.

Accogliendo tale premessa, è possibile passare in rassegna le quattro classi di meccanismi, rinviando l'approfondimento degli specifici temi di *Corporate Governance* ai capitoli successivi.

La "regolamentazione", nel definire l'insieme di norme disciplinanti gli obblighi del mandatario verso il mandante, definisce lo spazio di manovra a beneficio dell'agente nello svolgimento del suo mandato. Con riguardo agli argomenti di *Governance*, è anzitutto evidente il riferimento a quella parte dell'ordinamento societario che si occupa della struttura, dell'articolazione dei poteri e delle responsabilità degli organi di governo economico, anche per quanto concerne i sistemi di nomina, revoca e controllo dei soggetti che li compongono. Altre norme riconducibili al meccanismo della regolamentazione sono quelle che hanno come finalità la trasparenza, tanto dei comportamenti tenuti dal vertice aziendale tanto dei risultati ottenuti dall'impresa, e quelle esplicitamente volte alla tutela delle minoranze. Queste ultime riguardano tra l'altro i diritti all'*exit*, vale a dire il diritto a dismettere a condizioni eque l'investimento in capitale azionario minoritario (si pensi in particolare alle disposizioni sulle Offerte Pubbliche d'Acquisto) ed i diritti riconosciuti agli azionisti di minoranza di fare valere le loro istanze all'interno dell'impresa e/o nei confronti dell'azionista di controllo (cioè ai vari modi concreti in cui può manifestarsi il diritto, denominato nella terminologia anglosassone, di *voice*).

Sarebbe peraltro limitante ricondurre il meccanismo della regolamentazione ai soli dispositivi di natura imperativa dettati dall'impianto legislativo. Alla soluzione dei problemi di agenzia insiti nella *Corporate Governance* partecipano, con un ruolo di primo piano, le raccomandazioni non vincolanti ed i codici di autodisciplina — a cui quindi

aderire su basi volontarie — emessi da Commissioni e da altri Organi nazionali ed internazionali preposti al controllo delle società emittenti i titoli quotati e/o alla supervisione del funzionamento del mercato azionario. Nel terreno dell'autoregolamentazione sono inoltre comprese le norme e le altre clausole che le società, nell'ambito dell'autonomia statutaria, possono liberamente darsi per fornire adeguate risposte ai problemi di governo economico lasciati aperti dalla legislazione societaria. Non si può fare a meno di osservare come queste ultime regole, di natura contrattuale e non imperativa, configurano soluzioni che sono liberamente ritagliate sulla singola impresa e non vengono imposte indistintamente dall'esterno. Il meccanismo della "regolamentazione" assume quindi crescenti connotati di tipo relazionale (*insider system*) rispetto alle soluzioni di carattere esterno, *arm's length* ("applicabili a distanza"), proprie degli ordinamenti legislativi (*outsider system*).

Il mercato dei capitali rappresenta per antonomasia un efficiente meccanismo atto a regolare dall'esterno i rapporti di agenzia che si instaurano tra gli azionisti ed i manager (soluzione *arm's length*). In pratica, il ruolo delle forze del mercato (*market for corporate control*) consiste nel risolvere la dialettica che contrappone i primi (gli azionisti) ai secondi (i manager), mediante le scalate ostili. La minaccia di *takeover*, a cui sono sempre soggette le società contendibili, può disciplinare le imprese con un management inefficiente e, in ogni caso, favorire la ricerca di un migliore assetto aziendale. La supervisione esterna del mercato si esprime anche con l'attivismo degli investitori istituzionali, che possono esercitare il loro dissenso — diritto di *voice* — nelle assemblee azionarie e/o nei confronti della pubblica opinione, ricorrendo anche a strumenti di comunicazione.

L'attività di supervisione e di monitoraggio delegata al mercato necessita, in via preliminare, la libera circolazione di conoscenze ed informazioni idonee perché gli operatori

esprimano compiutamente le proprie valutazioni e, se del caso, esercitino consapevolmente i loro diritti di *exit* e di *voice*. Le norme destinate a declinare la completezza e la trasparenza delle comunicazioni aziendali stanno quindi alla base dell'efficacia informativa, indispensabile perché anche le "forze di mercato" (oltre alla "regolamentazione") possano compiutamente svolgere la loro funzione disciplinatrice nel rapporto che contrappone azionisti e manager. Analogo ragionamento vale per le norme, imperative o volontarie, finalizzate alla tutela delle minoranze: in assenza di adeguate regole, viene ridimensionata l'attrattività dei mercati azionari nei confronti dei capitali in cerca di impiego e, in ultima analisi, i mercati stentano a svilupparsi.

Del resto è facile osservare il reciproco: per ottimizzare il loro funzionamento, i mercati finanziari progrediti ed efficienti spingono le imprese a dotarsi di efficaci norme e regole di *Governance*, premiando inevitabilmente quelle che si sono maggiormente impegnate su questo versante e discriminando quelle che non si adeguano a standard comportamentali ritenuti quanto meno accettabili. I meccanismi della "regolamentazione" e del "mercato" si alimentano quindi vicendevolmente e sono parte integrante di un sistema unitario, destinato a ridurre le inefficienze espresse dai costi di agenzia.

Proseguendo nella classificazione indicata all'inizio del paragrafo, si illustrano brevemente i meccanismi che configurano le soluzioni a prevalente contenuto relazionale.

Il meccanismo del "monitoraggio" muove dalla considerazione che non è possibile delegare in via esclusiva alle forze che agiscono all'esterno dell'impresa — *in primis* a quelle di mercato — l'intera attività di vigilanza sull'operato del management (si prospetta cioè una situazione di *market failure*). In proposito sono state formulate diverse argomentazioni. Si tratta anzitutto di verificare la ragionevolezza delle ipotesi sottostanti al modello del *market for control*, che tra l'altro assume: la completa efficienza del mercato finanziario; la sua attitudine a valorizzare correttamente

nelle quotazioni dei titoli le performance aziendali; la presenza di società emittenti con assetti di controllo contendibile, che non rendono quindi una mera astrazione la minaccia di *takeover* per imprese o manager poco efficienti. In definitiva, si può osservare come i meccanismi imperniati sulle forze esterne di mercato escono fortemente ridimensionati se si osservano gli attuali sistemi economici, specie quelli non anglosassoni.

Inoltre, neppure nei contesti ambientali più evoluti si può realisticamente immaginare una completa simmetria informativa: per definizione talune conoscenze rilevanti sono sempre *inside*, disponibili cioè solo per i manager, che da ciò possono trarne vantaggio usandole a loro beneficio. La soluzione del problema (o meglio l'attenuazione, dal momento che l'esistenza di problemi informativi e di incompletezza contrattuale impedisce il raggiungimento di soluzioni ottime) consiste nel fornire agli azionisti adeguate garanzie che il management (ovvero l'azionista di maggioranza-gestore nelle società a controllo precostituito) non abusi della propria posizione, ma si attenga a comportamenti leali e corrispondenti al mandato. Tali garanzie si rinvergono pertanto nell'esistenza di meccanismi di sorveglianza sull'operato del management e di adeguate sanzioni per i suoi eventuali abusi. Appare quindi inevitabile la presenza di costi di agenzia, cioè oneri per il monitoraggio diretto del management da parte degli azionisti, i quali, in caso contrario, non sarebbero disposti a finanziare l'impresa.

Nella *Corporate Governance* entrano quindi in gioco le questioni sui controlli all'interno dell'impresa, che riguardano, in via preliminare, le soluzioni adottate per un'equilibrata distribuzione del potere decisionale tra i vari organi di governo economico e per il rilascio delle deleghe ai soggetti che li compongono. L'obiettivo, che consiste nell'evitare la formazione di centri di potere autonomo, diviene realizzabile attraverso un sistema di sorveglianza incrociata ed un

controllo costante sull'attività svolta dai manager dotati di poteri delegati.

Il tema del controllo è attraversato orizzontalmente da quello della trasparenza dell'informativa, e viceversa. In primo luogo, si pone il problema delle informazioni "interne" destinate ai diversi organi e comitati aziendali. Questi, per un efficace espletamento dei compiti affidati (*in primis* di vigilanza), devono disporre di informazioni necessariamente puntuali, regolamentate, dettagliate e tempestive. In secondo luogo, si pone il problema di disciplinare le procedure di raccolta ed elaborazione dei dati e degli altri elementi conoscitivi "interni", al fine di assicurare congruità, verificabilità e completezza delle informazioni da rendere all'esterno da parte del vertice aziendale.

Sono evidenti i legami che uniscono il meccanismo del "monitoraggio" con quelli della "regolamentazione" e del "mercato". L'attività di supervisione e di vigilanza svolta all'interno dell'impresa trova infatti un primo riferimento minimale nei dettami della legislazione societaria, che, in taluni ordinamenti nazionali, arriva a prevedere la presenza obbligatoria di uno specifico organo con competenze esclusive in materia di controllo (si pensi al Collegio Sindacale del nostro ordinamento).

Inoltre la flessibilità della disciplina societaria permette sempre alle imprese di ricercare autonomamente soluzioni organizzative che, tenuto conto delle specificità aziendali, si avvicinino maggiormente alle *best practice*, caldeggiate nelle raccomandazioni non vincolanti e negli altri documenti che si occupano di *Governance*. Nel campo dell'autoregolamentazione societaria, si auspica pertanto l'introduzione di norme di autodisciplina volte ad istituire e disciplinare una funzione aziendale di controllo interno, che operi senza vincoli gerarchici verso i vertici manageriali da vigilare, ed a costituire comitati, ai livelli più alti dell'organizzazione, allo scopo precipuo di sovrintendere e monitorare questa funzione, senza filtri o mediazioni del top management. Di

tutto ciò sarà poi necessario riferirne periodicamente agli azionisti e di conseguenza al mercato, che vede con favore l'attività di vigilanza e supervisione svolta internamente e fa sentire la sua influenza perché le imprese si dotino di appropriati sistemi di controllo interno, così da presidiare la correttezza della gestione e garantire l'efficacia informativa delle comunicazioni sociali.

Il meccanismo degli incentivi costituisce l'ultima soluzione prospettata per minimizzare le inefficienze originate dai rapporti di agenzia instauratisi tra azionisti e manager. Nel paragrafo precedente, si è già fatta menzione di come questo meccanismo — che si concreta in piani di *stock option* e in altri sistemi remunerativi atti a legare le remunerazioni dei manager ai risultati aziendali — rappresenta un valido strumento per riallineare gli interessi degli azionisti con le utilità personali degli esponenti del top management. Ciò che qui preme rilevare è come un manager con compenso fisso sia di norma avverso al rischio, soprattutto se agisce in un mercato del lavoro che presenta poche opportunità di mobilità. Di conseguenza il management sarà propenso ad orientare la sua guida a politiche aziendali conservatrici, prestando minore attenzione al profilo della massimizzazione del valore azionario. Ciò non dovrebbe accadere se il regime contrattuale prevede che tutto il compenso sia agganciato alle performance ottenute dall'impresa: il management sarà quindi disposto ad assumere un profilo di rischio più elevato ed impegnarsi in iniziative sfidanti, con esito talvolta incerto, ma che promettono risultati importanti.

Le problematiche in parola entrano quindi a pieno merito nel dibattito sulla *Corporate Governance*, non da ultimo a seguito di numerose situazioni che si sono verificate e che sono state al centro di ampie discussioni. Sostanziali aumenti dei compensi del top management si sono accompagnati a risultati insoddisfacenti o, comunque, l'andamento dei compensi non è risultato per nulla correlato alle performance delle società governate. A ciò si aggiunge l'esigenza

di frenare l'ampia discrezionalità, di cui talvolta beneficiano i massimi esponenti aziendali nel fissare i propri compensi, assicurandosi nel contempo che la politica remunerativa sia improntata ad elementi oggettivi e quanto possibile legati ai risultati ottenuti.

2.6. Il consiglio di amministrazione anello tra la proprietà e il controllo d'impresa

Fino a qui l'attenzione è stata deliberatamente volta alla disamina delle posizioni degli azionisti e dei manager e, in particolare, ad approfondire i problemi di equilibrio di potere fra queste due classi di interessi: da un lato, chi possiede i diritti rappresentativi della proprietà d'impresa e fornisce risorse a titolo di capitale di rischio e, dall'altro, chi detiene il controllo sull'impresa ed esercita i poteri di indirizzo e di ordinaria gestione sull'attività aziendale. Questa distinzione di ruoli, si è osservato, favorisce il perseguimento di condizioni di efficacia ed efficienza del sistema economico nel suo complesso e dei sistemi aziendali nello specifico, ma inevitabilmente genera occasioni in cui possono sorgere abusi.

Gli azionisti, infatti, delegano il loro potere al management, a cui affidano la gestione aziendale, ma vogliono adeguate garanzie perché tale potere sia esercitato in maniera corretta, al riparo cioè da comportamenti sleali o opportunistici. Il tema di fondo della *Governance* riguarda pertanto il bilanciamento di due istanze egualmente importanti: concedere al management ampio potere discrezionale, indispensabile per svolgere proficuamente il suo compito imprenditoriale, e, nel contempo, fare in modo che il management sia responsabile e renda conto (si renda cioè *accountable*) a chi è interessato al destino dell'impresa di come è stato utilizzato questo enorme potere che gli è stato delegato.

Il fatto è che nelle imprese, specie in quelle ad azionariato diffuso, i soci non sono in grado di vigilare individual-

mente sull'operato dei manager (e di norma non hanno neppure la convenienza) né, d'altro canto, si può realisticamente assumere che l'intera attività di sorveglianza dei manager possa essere svolta esclusivamente dalle forze esterne del mercato. Gli ordinamenti legislativi, nel riconoscere questa situazione, riservano agli azionisti il diritto di nominare loro rappresentanti (gli amministratori) per supervisionare i manager delle società. La struttura organizzativa aziendale si arricchisce quindi di un organo, dotato di propria autonomia, posizionato al vertice dell'impresa: il consiglio di amministrazione. Esso, in sintesi, rappresenta l'anello di congiunzione tra soggetti, potenzialmente numerosissimi e sparsi in tutto il mondo che forniscono il capitale azionario, ed i soggetti, si contano di norma sulle dita di una mano, che occupano le posizioni chiave aziendali e gestiscono le risorse affidate all'impresa nell'ottica della generazione di nuovo valore economico.

Nello schema tratteggiato dovrebbero pertanto trovare adeguate soluzioni le problematiche originate dai rapporti di agenzia esaminate nel precedente paragrafo e, più in generale, le principali questioni dibattute dalla *Corporate Governance*. Le imprese sono dirette e gestite dai manager, i quali rispondono del loro operato al consiglio di amministrazione, che può avvalersi di efficaci sistemi di controllo per dare corso alla sua attività di supervisione. Il consiglio di amministrazione, a sua volta, risponde agli azionisti, ai quali spetta l'ultima parola sulla nomina e sull'eventuale sostituzione degli amministratori, quando si ritiene che essi non abbiano efficacemente adempiuto ai loro doveri verso i soci che li hanno designati. Il bilanciamento dei compiti e delle responsabilità tra questi tre gruppi, che agiscono sotto gli occhi attenti del mercato finanziario, dovrebbe essere la migliore garanzia per un efficace sistema di *Governance* orientato al benessere dell'impresa e rispettoso delle norme di legge. Da un tale stato di cose ne trarrebbero ovviamente personale beneficio i suoi primi artefici — manager, ammi-

nistratori ed azionisti — ma non si possono dimenticare gli altri *stakeholder* (lavoratori, banche, fornitori, collettività locali e così via), che pure trovano nella duratura funzionalità aziendale il mezzo-fine per vedere soddisfatte le loro legittime aspettative, che nascono dai rapporti di partecipazione al progetto imprenditoriale.

Sebbene convincente e condivisibile sul piano teorico, il modello di governo aziendale fondato sulla triade “manager-consiglio di amministrazione-azionisti” non ha definitivamente risolto il problema dell’equilibrata distribuzione dei poteri all’interno dell’impresa: alla prova dei fatti, le soluzioni fornite da questo modello si sono dimostrate più efficaci sulla “carta” che non nel mondo del reale.

Responsabilità e compiti del consiglio di amministrazione: alcuni cenni

All’organo amministrativo spetta per legge il compito inderogabile di verificare che l’attività di conduzione aziendale affidata ai manager sia svolta nell’interesse sociale, cioè *in primis* degli azionisti (attuali e futuri) considerati nel loro complesso. Nell’espletamento di questo incarico fiduciario, gravano sugli amministratori una serie di responsabilità, che in taluni ordinamenti legislativi paiono dilatarsi a dismisura, sino a risultare per molti versi fuori controllo per l’ampiezza e la generalità degli obblighi di sorveglianza demandati dalla disciplina societaria ai componenti dell’organo amministrativo (39).

(39) P. Marchetti, *Corporate Governance e disciplina societaria vigente*, “... La situazione italiana appare paradossale. Ad amministratori e dirigenti incombono, attraverso le clausole generali del dovere di diligenza del mandatario e del dovere di vigilanza, a tutto campo e senza distinzioni sulla gestione sociale, gravi responsabilità. Ci si rende conto così che ad amministratori e dirigenti si imputano omissioni di controlli che nell’attuale standard tipico dell’attività e dell’organizzazione dell’impresa appaiono irrealistici, noi giuristi, diremmo, in concreto inesigibili...”.

Al fine di meglio inquadrare l'area delle responsabilità degli amministratori, può essere utile richiamarsi a talune regole di *common law* di larga accettazione nel panorama giurisprudenziale. Ai fini che qui interessano, il riferimento, pur con le dovute cautele derivanti dalle specificità del tessuto giuridico-economico statunitense, è ai cosiddetti *Principles*, redatti dall'American Law Institute (40). Secondo tale fonte, nello svolgimento del loro incarico gli amministratori devono attenersi al rispetto dei *duties of care* (doveri di vigilanza) e dei *duties of loyalty* (doveri di lealtà).

I primi, che sono declinabili in un'ulteriore serie di espresse regole di comportamento (41), riguardano *lato sensu* il dovere degli amministratori di compiere con diligenza gli obblighi derivanti dal loro ufficio. Tali doveri, che evocano per molti aspetti gli obblighi a cui viene informata nel nostro ordinamento « la diligenza del mandatario », sono soddisfatti quando gli amministratori agiscono in buona fede, nel modo che reputano essere nel massimo interesse della società e con la diligenza che ci si aspetterebbe da una persona mediamente prudente in simili situazioni e circostanze. Per fare fronte alle loro responsabilità gli amministratori, a monte delle proprie decisioni, devono tra l'altro preoccuparsi di raccogliere ed elaborare una quantità ragionevole ed esaustiva di informazioni e, successivamente, poter dimostrare come, all'epoca della decisione, le scelte effettuate risultavano ragionevoli ed opportune, avendo riguardo anche a possibili alternative che si sarebbero potute presentare.

(40) American Law Institute, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*. Per un approfondimento V. F. Ghezzi, *I « doveri fiduciari » degli amministratori nei « Principles of Corporate Governance »* e M. Benvenuto, *La struttura dei poteri nel governo delle società*.

(41) Le regole di comportamento che informano l'attività degli amministratori nell'ambito dei *duties of care* consistono nel *duty to monitor*, nel *duty of inquiry* e nelle altre regole, attinenti alla diligenza profusa nel processo decisionale, che riguardano sia la correttezza dell'iter di formazione delle decisioni (aspetto formale) sia la ragionevolezza delle stesse (aspetto sostanziale).

Il *duty of loyalty* consiste nell'obbligo degli amministratori di tenere un comportamento corretto con la società quando essi agiscono nel loro personale interesse, sia esso di natura economica, familiare e così via. Il *duty of loyalty* traduce, in positivo, ciò che nel nostro ordinamento nazionale viene espresso, in negativo, dal tema del "conflitto di interessi".

È interessante osservare come, secondo gli ALI Principles, quando gli amministratori dimostrano di aver agito con la necessaria e ragionevole diligenza e senza interessi personali non potranno essere accusati di avere disatteso alle responsabilità verso i soci, almeno da un punto di vista legale, anche se hanno assunto decisioni di fatto dannose per la società. Gli amministratori, in sostanza, sono rimessi al cosiddetto *business judgement rule*. Si tratta di un modello di giudizio della responsabilità giuridica, non morale, con standard di valutazione meno severi (vi è responsabilità solo se la scelta risulta manifestamente irrazionale) e che viene applicato ogniqualvolta sia assunta una *business decision*, beninteso senza negligenza.

In tutti gli ordinamenti societari, "diligenza" e "lealtà" rappresentano i doveri-cardine a cui gli amministratori devono sempre attenersi nell'espletamento del mandato fiduciario che hanno assunto nei confronti degli azionisti e, nel contempo, costituiscono i principi di carattere generale a cui informare la loro attività di supervisione del management. Ad un primo livello di analisi, si osserva poi come l'attività in parola si compone delle due anime che qualificano il ruolo dell'organo amministrativo: in altri termini, il consiglio deve saper *gestire* l'impresa (seppure indirettamente, attraverso la nomina del top management e la formulazione degli indirizzi di massima da impartire agli *executive* a cui spetta il compito di dirigere l'impresa) e deve saper *sorvegliare* la gestione aziendale, svolta nel quotidiano dal management (42). I due

(42) P. Marchetti, in *La disciplina delle società quotate e Corporate Governance e disciplina societaria vigente* e V. Coda in, *Organi amministrativi e sistema di controllo interno*.

profili funzionali dell'organo amministrativo, che seppure con talune differenziazioni sono di generale accettazione nei diversi sistemi giuridici locali, si traducono operativamente in un'articolata serie di compiti a carico degli amministratori. Nel rinviare ad altra sede una dettagliata descrizione, si premette sin d'ora che le principali funzioni demandate al consiglio di amministrazione sono sinteticamente riconducibili ai seguenti aspetti:

i) selezionare, valutare sistematicamente e rimuovere se del caso gli esponenti massimi del top management (*chief executive officer*). Definire i poteri da assegnare loro attraverso le deleghe e determinare le loro remunerazioni;

ii) esaminare, approvare quando sia ritenuto opportuno, i piani aziendali redatti dagli *executive*. Verificare la congruità di tali programmi alla luce dei principali cambiamenti intervenuti nell'ambiente e nell'impresa;

iii) assistere e supportare il processo decisionale del top management contribuendo a plasmare il contesto strategico ed organizzativo nel quale il management è chiamato ad operare. Vigilare successivamente che le modalità di conduzione aziendale siano coerenti con l'impostazione strategica desiderata e compatibili con le risorse disponibili nella prospettiva finale di generazione del valore economico nel medio lungo termine, da realizzare in un quadro di rispetto delle leggi e di corretta etica degli affari;

iv) verificare l'adeguatezza del sistema di controllo interno, con particolare attenzione alle situazioni suscettibili di possibile conflitto di interesse nonché alla correttezza degli adempimenti richiesti dalla legge o da altri regolamenti a cui aderire su basi cogenti o volontarie;

v) riferire agli azionisti del proprio operato.

Nell'elenco sono state riassunte le principali funzioni generalmente assegnate al consiglio di amministrazione dagli standard internazionali e nazionali, che pongono tutt'al più una diversa enfasi sui distinti aspetti dianzi indicati, tutti in ogni caso sempre esplicitamente menzionati. Ognuno di que-

sti aspetti è in un secondo tempo declinabile in un insieme ordinato di specifici compiti, che danno per l'appunto contenuto operativo al profilo funzionale enunciato (ad esempio, l'esame e la revisione dei budget; l'approvazione dei dati trimestrali, semestrali e annuali; l'assunzione di nuove partecipazioni; la definizione della struttura finanziaria aziendale e della politica dei dividendi e così via discorrendo).

Ai fini che qui rilevano, non si può fare a meno di osservare come il modello societario di riferimento poggia, nel rispetto delle loro specifiche competenze, sull'equilibrata distribuzione delle responsabilità tra il consiglio di amministrazione (con compiti di governo) e il management (con compiti di direzione) e pertanto sul ruolo di supervisione ad opera degli amministratori.

In questo senso, quindi, si assume che il management svolge compiti di direzione aziendale e rende quindi conto delle proprie azioni e dei propri comportamenti all'organo amministrativo (si renda cioè *accountable*). Ma, come l'esperienza insegna, ciò non sempre avviene, o addirittura vale l'opposto, e questo tanto nelle società contendibili quanto, a maggior ragione, in quelle caratterizzate da un azionista di maggioranza, che agisce anche da gestore. Eppure la disciplina societaria attribuisce espressamente al consiglio di amministrazione la massima responsabilità per il conseguimento dell'interesse sociale; il consiglio, pertanto, dovrebbe inequivocabilmente costituire la fonte originaria del potere manageriale. Ma allora, se il problema non risiede nel sistema legale, occorre domandarsi perché, alla prova dei fatti, il management mantiene inalterato il suo potere di dominio sull'impresa, relegando sovente gli amministratori (sempreché non proprietari) ad un ruolo secondario. Certo è che il management profonde un impegno quotidiano nell'attività aziendale, è dotato di una specifica professionalità sperimentata sul campo, dispone di una struttura di supporto e, non da ultimo, è il primo destinatario delle informazioni rilevanti per le decisioni e, di conseguenza, per la valutazione sul pro-

prio operato. È di tutta evidenza la disparità con le forze messe in gioco dagli amministratori, e questo a prescindere dalla serietà e dalla preparazione prestate nell'adempimento del loro mandato. A ciò si aggiunga come, per il meccanismo delle deleghe o per una particolare contiguità con l'azionista di riferimento, può accadere che siano proprio i *chief executive officer* (CEO) a designare gli amministratori, e non viceversa. Se si ha presente questa situazione, come è possibile pensare che l'organo amministrativo svolga efficacemente il ruolo di governo che è chiamato a ricoprire? E poi, perché mai manager energici e dotati di forte senso imprenditoriale, specie se hanno dato prova di condurre con successo l'impresa, dovrebbero riservare all'organo amministrativo proprio il delicato processo di "controllo finale" sulla strategia e sulla gestione aziendali?

Un grande studioso come Peter Drucker ha severamente messo a nudo le criticità del sistema, scrivendo: *"Whenever an institution malfunctions as consistently as board of directors is nearly every major fiasco of the last 40 or 50 years, it is futile to blame men. It is the institution that malfunctions"*.

Ora, le innegabili ed all'apparenza insanabili difficoltà illustrate non possono peraltro far perdere di vista la vera questione di fondo sviluppata in questo capitolo: in assenza di una disciplina ed una cultura imperniate sull'*accountability*, viene progressivamente meno la forza attrattiva del modello societario basato sulla separazione tra proprietà e controllo e, conseguentemente, perde la sua capacità di competere la forma societaria su cui si fonda il nostro sistema economico.

In questa prospettiva vanno quindi inquadrati come obiettivi tipici della *Corporate Governance* quelli volti a rafforzare il ruolo e l'autorevolezza del consiglio di amministrazione rispetto ai manager operativi, con funzioni quindi di controllo e contrappeso tali da costituire una garanzia per tutti gli azionisti e per gli altri attori partecipi al destino dell'impresa.

Capitolo Terzo

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI, LA GLOBALIZZAZIONE DEL MERCATO FINANZIARIO E LA *CORPORATE GOVERNANCE*

Sommario: Premessa. — 3.1. La *Corporate Governance*: un tema attuale. — 3.2. Lo *shareholder activism*, strumento a disposizione degli investitori istituzionali. — 3.3. La *Corporate Governance* nella prospettiva di globalizzazione dei mercati finanziari.

Premessa

Lo sviluppo e la globalizzazione dei mercati finanziari rappresentano nel contempo la causa e l'effetto della grande attenzione che viene oggi dedicata alle tematiche di *Corporate Governance*, a lungo confinate in una sfera, per lo più accademica, formata da pochi studiosi dell'economia e del diritto societario.

Del resto i profondi mutamenti intervenuti nei mercati finanziari sono relativamente recenti, almeno per quanto riguarda il nostro Paese e le altre nazioni continentali. Dalla metà degli anni '90 i flussi di risparmio, tradizionalmente orientati verso i depositi bancari e gli strumenti del debito pubblico, sono stati indirizzati in misura crescente verso il mercato azionario. I risparmiatori, indotti dal calo dell'inflazione e dalla riduzione dei rendimenti sui titoli di Stato, hanno allungato la scadenza media del proprio portafoglio ed hanno accresciuto il peso della componente azionaria rispetto a quella obbligazionaria. Si consideri poi come il riequilibrio dei conti pubblici, l'avvio dell'Unione Monetaria, le prospettate riforme del sistema pensionistico, le tendenze

demografiche sono altrettanti fattori che hanno contribuito ad avvicinare i mercati europei a quello statunitense, caratterizzato da stadi di sviluppo assai più avanzati. Questo mutamento nelle abitudini del risparmio ha reso possibile, anzi inevitabile, lo sviluppo del risparmio gestito.

La crescita del risparmio gestito ha quindi comportato nuove opportunità per l'industria finanziaria, ma anche nuove responsabilità a carico degli investitori istituzionali per la centralità del ruolo svolto all'interno del sistema finanziario: responsabilità verso il pubblico, quali grandi gestori del risparmio, e responsabilità verso le società quotate, quali grandi azionisti. Con riguardo a quest'ultimo aspetto viene messo in luce nel presente capitolo come il miglioramento del sistema di *Corporate Governance* innesta un circuito virtuoso, destinato a rispondere agli interessi del mercato azionario ed a quelli delle imprese emittenti. Infatti il mercato — che si esprime prevalentemente tramite il giudizio degli investitori istituzionali — vede nella qualità del governo aziendale (inteso anche nei suoi caratteri di trasparenza e di *accountability*) un'importante leva per accrescere l'attrattività dell'investimento in capitale azionario e per assicurare un'adeguata protezione ai diritti dei soci *outsider*. Le imprese, a loro volta, hanno tutto l'interesse a rispondere favorevolmente a queste istanze, poiché in ciò ravvisano l'opportunità di attirare nuovo capitale di rischio a condizioni più vantaggiose.

Nel descritto scenario, gli investitori istituzionali sono incentivati a partecipare alla vita delle imprese assumendo un atteggiamento più attivo (*shareholder activism*) di quello tenuto in passato. Per quanto in precedenza osservato, un miglioramento della *Corporate Governance* aumenta il valore economico delle società emittenti e, di conseguenza, il valore del portafoglio gestito. A monte di questo attivismo permangono innegabili sintomi di *market failure* (come ostacoli all'esercizio dell'*exit*, asimmetrie informative, scostamenti tra *performance* d'impresa e corsi borsistici dei suoi

titoli ecc.), che riducono la capacità del mercato di disciplinare dall'esterno le imprese meno efficienti.

Da ultimo si consideri come nell'odierna situazione di integrazione dei circuiti finanziari nessuna nazione può permettersi di escludere il proprio mercato dalla concorrenza internazionale: nella prospettiva di globalizzazione gli ordinamenti e le imprese locali sono dunque in competizione per catturare l'offerta di risparmio ed in questa ottica vanno esaminate e valutate anche le questioni afferenti la *Corporate Governance*.

3.1. La *Corporate Governance*: un tema attuale

Nel dibattito sulla *Corporate Governance*, l'enfasi sul consiglio di amministrazione come essenziale centro regolatore degli interessi che convergono attorno all'impresa è da mettere in relazione con un'opinione assai diffusa, secondo la quale nel governo societario il potere è « sbilanciato » a vantaggio di particolari soggetti, ora riferibili al management esecutivo (*public companies*), ora al socio di maggioranza (assetti proprietari dominati da un azionista che dispone del controllo). Ed è proprio per risolvere tale situazione, che trova origine nel modello basato sulla separazione tra la proprietà e il controllo d'impresa, che sorge prepotentemente il bisogno di supervisionare l'operato del management e di improntare la conduzione aziendale ad una filosofia di *accountability* e di apertura all'esterno (*disclosure*). A ben vedere, questi due aspetti costituiscono il tema di fondo della *Corporate Governance*: migliorare le prestazioni aziendali attraverso un'opera di supervisione del management e continuo monitoraggio dei risultati ottenuti e, nel contempo, sensibilizzare l'intera struttura aziendale sulla necessità di rendere conto del proprio comportamento agli azionisti, al mercato e agli *stakeholder* in genere.

A monte di tale visione, vi è la consapevolezza che l'affinamento delle strutture e dei meccanismi su cui si fonda il

sistema di governo aziendale contribuisce a migliorare la bontà del processo decisionale e, in ultima analisi, favorisce la prosperità d'impresa. Un buon sistema di governo economico, pertanto, va ben oltre il livello di protezione offerto per prevenire la distrazione o l'impiego inefficiente dei fondi aziendali. La sua efficacia, piuttosto, è valutabile con riguardo tanto alla propensione mostrata nel motivare e nello spingere l'attività di direzione d'impresa verso un ininterrotto percorso d'accrescimento della ricchezza aziendale, quanto al formarsi di un clima di reale trasparenza nel quale sia possibile vigilare sulla condotta di chi esercita la leadership aziendale.

In questo senso, quindi, performance, supervisione e responsabilizzazione sono dimensioni interdipendenti: manager e consigli di amministrazione, per il fatto di essere continuamente "misurati" per i risultati ottenuti dall'impresa sotto la loro guida e di rendere sistematicamente conto delle loro azioni (*to be held accountable*), dovrebbero sentirsi ulteriormente incentivati ad elevare la qualità dell'impegno profuso e, nel migliorare le proprie prestazioni, contribuirebbero a far crescere anche le performance d'impresa, queste ultime non da intendersi solo con riguardo al profilo economico dell'attività aziendale.

L'impresa per definizione è un istituto economico, capace in altre parole di realizzare sintesi economicamente valide tra i bisogni del mercato e le aspettative dei fornitori delle risorse; non per questo, però, essa può deliberatamente ignorare gli effetti e le ricadute del suo operare sul resto della società umana. Ravvisare responsabilità extra economiche non significa "dare carico" alle aziende di tutti i problemi sociali, ma discernere i possibili comportamenti indesiderati da evitare (spreco o cattivo utilizzo di risorse naturali scarse, inquinamento ambientale, corruzione e clientelismo politico ecc.) e riconoscere alle imprese la capacità di fornire positive risposte ad istanze sociali che si

rivolgono loro, sempreché, beninteso, non compromettano la duratura funzionalità aziendale (1).

(1) Il complesso tema delle responsabilità d'impresa e del ricercato delicato equilibrio tra finalità economiche e sociali è stato tra gli altri approfondito da Sir Adrian Cadbury nel suo famoso scritto, *The Company Chairman*, dove definisce i diversi livelli di risposte che l'impresa di oggi deve sapere fornire: "In practice, it is possible to distinguish three levels of company responsibility. The primary level comprises the company's responsibilities to meet its material obligations to shareholders, employees, customers, suppliers and creditors, to pay its taxes to meet its statutory duties. The sanction against failure to match up these relatively easily defined and measured responsibilities are provided by competition and the law. The next level of responsibility is concerned with direct results of action of companies in carrying out their primary task and includes making the most of the community's human resources and avoiding damage to environment. Besides these two levels, there is a much less well-defined area of responsibility, which takes in the interaction between business and society in a wider sense. How far has business responsibility to maintain a framework of the society in which it operates and how far should business reflect society in which it operates and how far should business reflect society's priorities rather than its own commercial ones?". A questo punto è curioso osservare — lo hanno fatto notare Monks e Minow nel loro scritto *Corporate Governance* (cit.) — come Sir Adrian Cadbury professi una visione del ruolo dell'impresa nella società umana che è eredità di una decennale tradizione familiare: suo nonno, Sir Adrian Cadbury senior, si era infatti rifiutato di fornire alle truppe inglesi il cioccolato "Cadbury" per esprimere il proprio dissenso alla guerra anglo-boera.

Nel complesso panorama, si confronti l'impostazione di Sir Cadbury con quella di coloro che hanno affermato che il pagamento di tangenti miliardarie a funzionari di governi stranieri (in hopes of obtaining governmental purchases orders and regulatory favors that would enhance the business volume and profit) non è contrario agli interessi degli azionisti e, sotto il profilo dell'analisi economica del diritto, non costituirebbe pertanto una pratica censurabile. V. F.H. Easterbrook e D.R. Fischel, *The Economic Structure of Capital Law*, trad. it. M. Scalia, *L'economia delle società per azioni. Un'analisi strutturale*. Tra gli autori nazionali che si sono occupati del tema del ruolo economico dell'impresa e delle molteplici richieste di assunzione di responsabilità sociale che ad esse si rivolgono, oltre a V. Coda, *Valori imprenditoriali e successo di impresa*, si vedano *Le responsabilità sociali delle imprese di produzione*, di G. Caprara e *La responsabilità sociale: da vincolo a obiettivo. Verso una ridefinizione del finalismo d'impresa*, di A. Mataracena.

Non da ultimo, è opportuno rilevare come la “rendicontabilità” (*accountability*), oltre a favorire il miglioramento delle performance aziendali, può sempre essere intesa come una dimensione autonoma: la legittimazione e la credibilità dei soggetti che sono chiamati a governare l’impresa trovano fondamento soltanto nella convinta adesione al principio dell’*accountability*. Essa costituisce quindi una sorta di tessuto connettivo, che attraversa orizzontalmente tutte le questioni affrontate dalla *Corporate Governance*: del resto i valori etici ed imprenditoriali dell’informazione, della probità, dell’apertura (*disclosure*), della trasparenza e della correttezza non possono esplicitarsi compiutamente in un contesto culturale che non sia permeato dal valore cardine dell’*accountability*.

Discutere della *Corporate Governance* ponendo l’accento pressoché esclusivamente sull’esercizio del controllo sul management, significa pertanto adottare una chiave interpretativa che limita la lettura ed impedisce di cogliere il vero spirito di questo fenomeno, ben più articolato. Regole di buon governo economico non dovrebbero in alcun modo deprimere la vitalità imprenditoriale o disincentivare la professionalità manageriale con l’introduzione di pesanti e rigidi controlli formali. Si tratta piuttosto di plasmare un nuovo contesto strategico ed organizzativo che aiuti il top management ad assumere le decisioni più appropriate e lo supporta, in questo difficile e delicato compito, condividendo le maggiori responsabilità. La supervisione per opera del consiglio di amministrazione, le periodiche riunioni con i comitati consultivi, il costante flusso d’informazioni all’interno dell’impresa e da questa al suo esterno, sono meccanismi essenziali per alimentare continuamente la fiducia nell’alta direzione e rinnovare, nel tempo, il consenso attorno al suo operato. Del resto, a chi esercita la leadership strategica d’impresa servono più “occhi” e più “orecchie” per mantenere uno stretto e quotidiano contatto con un ambiente in costante cambiamento, così ricco d’opportunità

da cogliere e minacce da fronteggiare. Abili ed esperti *executive* sono consci dell'importanza di saper decentrare talune responsabilità e di poter relazionare e convincere *team* di persone — e non solo se stessi, con argomenti dal sapore autoreferenziale — della qualità delle decisioni assunte. Seguendo questo approccio, quindi, non si perde di vista l'imprescindibile esigenza di proteggere la creatività, la reattività, l'energia e, soprattutto, l'unitarietà di comando del sistema aziendale: si vuole piuttosto mettere il management nelle migliori condizioni per dirigere l'impresa nella prospettiva di generare nuovo valore in una visione di ampio respiro.

La *Corporate Governance*, in ultima analisi, rappresenta la risposta che le organizzazioni aziendali — per come sono oggi strutturate e gestite — devono saper fornire al mondo esterno per superare diffusi sentimenti di sfiducia e scetticismo nei loro confronti, anche con riguardo alle aspettative nutrite perché utilizzino nel modo economicamente e socialmente più corretto ("politicamente", verrebbe da scrivere) le risorse che sono state ad esse affidate. Solo in questo modo le imprese possono assolvere con efficacia ed efficienza la delicata funzione che sono chiamate a svolgere in un sistema economico decentrato (2).

A questo punto, viene se mai spontaneo domandarsi perché le tematiche di *Corporate Governance* siano state portate alla ribalta soltanto in questi ultimi anni, cioè dopo un lungo periodo in cui queste erano rimaste sopite e confinate nella sfera, per lo più accademica, di pochi studiosi dell'economia e del diritto societario.

Taluni eventi negativi hanno di certo contribuito a risvegliare l'interesse della pubblica opinione in materia di

(2) Nel 1962 Milton Friedman in, *Capitalism & Freedom*, scriveva sulla responsabilità d'impresa: "Few trends could so thoroughly undermine the foundations of our free society as the acceptance by corporate officials of a social responsibility other than to make as much money for their stockholders as possible".

buon governo societario: in proposito, si pensi all'eco provocato da rovinosi scandali, che hanno coinvolto importanti società con azionariato diffuso quotate in primari mercati finanziari, oppure alla grave crisi scoppiata nella seconda metà degli anni novanta nelle nazioni emergenti del *Far East* (le cosiddette "tigri del Pacifico"), che ha messo in luce le inevitabili malversazioni di un sistema economico minato alla radice da dannose commistioni tra potere politico e imprenditoriale. Nel contempo si è preso definitivamente atto che il meccanismo dell'OPA ostile non può rappresentare la soluzione per antonomasia ottimale in vista di risolvere le problematiche di governo aziendale (3).

Questo insieme di considerazioni, peraltro, non è sufficiente per darsi ragione dell'attuale clamore suscitato dal dibattito sulla *Corporate Governance* (nell'accezione che va ben al di là del mero "controllo") e per giustificare le rilevanti attese che, ottimisticamente in taluni casi, sono riposte nella soluzione dei problemi, ancora aperti, di governo economico delle istituzioni.

Per risalire più compiutamente ai motivi che stanno all'origine del descritto fenomeno, si può affermare che la globalizzazione dei sistemi finanziari — e la conseguente armonizzazione dei mercati azionari — rappresenta allo stesso tempo la causa e l'effetto della grande attenzione che, da più parti, viene oggi prestata ai temi della *Corporate Governance*.

Lo sviluppo dei mercati finanziari e la Corporate Governance

È di immediata evidenza come il quadro ambientale che funge da contesto ai processi di governo delle imprese

(3) "The activity of the « corporate control » market during the 1980's was not an indication of the U.S. Corporate Governance system, but rather a signal of its failure". Da, *Corporate Governance or Corporate Value Added? Rethinking the primacy of shareholder value*, di C. K. Prahalad

sia oggi drasticamente diverso da come si presentava soltanto agli inizi degli anni ottanta. Si considerino le sempre più pressanti ed incalzanti richieste indirizzate alle imprese quotate perché migliorino considerevolmente e continuamente i risultati. I *chief executive*, considerati i principali artefici del successo o dell'insuccesso aziendale, sono costantemente tenuti sotto osservazione e sono insistentemente chiamati a fornire, anche all'esterno dell'impresa, una continua ed adeguata informativa sull'andamento aziendale, sui risultati ottenuti e su quelli raggiungibili nel medio lungo periodo. Si consideri poi come nuovi e sofisticati mezzi di trasmissione e diffusione di dati e notizie agiscono come cassa di risonanza per propagare nell'ambiente, in tempo reale, informazioni utili per valutare le performance aziendali e maturare il conseguente giudizio sulla bontà degli organi direttivi: il riferimento, oltre ad una stampa economica sempre più attenta alle vicende aziendali, è ai canali televisivi tematici, alla proliferazione delle banche dati, all'esplosione di studi e ricerche ad opera di analisti finanziari, all'immediato accesso, tramite internet, ad una mole imponente di dati e informazioni (4). Sotto questo punto di vista, si è progressivamente diradata la cultura della riservatezza (5), che per lungo tempo ha caratterizzato il contesto ambientale in cui agisce la *Governance* aziendale.

(4) Si consideri al riguardo l'acceso dibattito che, nell'autunno del 2001, ha fatto seguito alla decisione di Borsa Italia SpA di rendere disponibile sul proprio sito internet i documenti elaborati dagli analisti finanziari riportanti valutazioni su tutte le società quotate. In *Consob e analisti divisi dai report sui web*, Il Sole 24 Ore del 13 ottobre 2001, si legge: « Fino ad agosto era in vigore da molti anni un obbligo formale della Consob a depositare in Borsa gli studi, entro 10 dalla loro pubblicazione. Ma, arrivati a Piazza Affari quei documenti finivano in cantina e ci rimanevano. Con l'iniziativa della Borsa hanno iniziato a mordere. Solo da ottobre oltre 70 studi sono stati scaricati sul sito web di Piazza Affari. La maggiore copertura è riservata ovviamente alle blue chip del mercato italiano ».

(5) Per Adrian Davies, tra le cause all'origine dei problemi di *Governance*, sfociati talvolta in clamorosi crack finanziari, vi sono ta-

Ciò che qui preme sottolineare è che tanto nel cosiddetto modello di capitalismo anglosassone o di stampo manageriale, tanto nei modelli di proprietà concentrata, o a stampo familiare, i vertici aziendali si sono trovati improvvisamente esposti ai giudizi, talvolta severi, espressi dai soggetti esterni all'azienda, sino ad allora privi o scarsamente attrezzati degli indispensabili elementi conoscitivi.

Va da sé che il « mercato dei top manager » è divenuto sempre più trasparente ed efficiente: si dischiudono così enormi opportunità per quei *CEO* che hanno saputo dimostrare sul campo le loro capacità e, per converso, nessun *CEO* è certo in cuor suo che la posizione occupata rappresenti un diritto acquisito a vita, non solo nelle società soggette alla influenza dominante di un azionista di riferimento ma anche, e qui sta la novità, nelle cosiddette *public companies* (6).

luni aspetti culturali che sino ad oggi hanno caratterizzato il cosiddetto “mondo degli affari”: si tratta della “cultura della segretezza” e della “fedeltà tribale”. La prima, *a culture of secrecy*, fa sì che il governo delle imprese sia improntato a caratteri di riservatezza piuttosto che trasparenza; sono privilegiati quindi comportamenti “pragmatici”, che non possono essere codificati in chiare regole del gioco. La seconda, *tribal loyalties*, riguarda il comune senso di appartenenza ad uno sorta di club elitario vissuto dagli esponenti più in vista di grandi imprese ed istituzioni finanziarie. Questa affinità, che generalmente deriva da educazione e background simili, può in taluni casi degenerare in un “falso senso di lealtà” e spingere gli appartenenti ad azioni di reciproca protezione, di cui si troverebbero a beneficiare anche coloro che si sono mostrati poco corretti o incapaci a governare le imprese a loro affidate. Da, *A Strategic Approach to Corporate Governance*.

(6) Alla luce di ciò, sembrerebbe dunque superato il noto passo di Adam Smith, dove si profetizzavano manager-professionisti meno “zelanti” e motivati degli imprenditori-proprietari, che, per definizione, sarebbero stati i più tenaci ed attenti tutori dei loro stessi interessi. Nelle società ad azionariato diffuso che si rivolgono al pubblico risparmio, i top manager sono oggi orientati ed incentivati al miglioramento delle performance aziendali in misura quanto meno pari a quella teoricamente riscontrabile, in passato, per l'azionista-gestore delle società a proprietà chiusa.

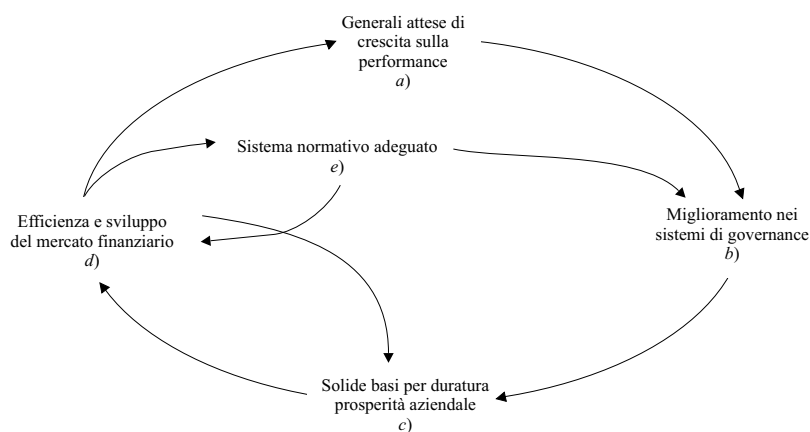
Ai fini in oggetto, può essere d'aiuto rappresentare la situazione che si è venuta a creare ricorrendo ad un modello interpretativo circolare, nel quale: *a)* le crescenti aspettative espresse dall'ambiente, *in primis* dal mercato dei capitali, per un consistente miglioramento delle performance aziendali, si traducono in *b)* pressanti istanze per un generalizzato progresso dei sistemi di *Corporate Governance*, con riguardo all'efficacia del processo direzionale, alla trasparenza sulle scelte adottate e sui risultati ottenuti. La qualità dei sistemi di governo economico è ovviamente premiante per *c)* le imprese, perché pongono così solide fondamenta per il loro duraturo benessere, che si esplica in una logica di generazione di valore economico e, quindi, in ultima analisi, di appetibilità dei loro titoli. Quanto descritto produce riflessi estremamente positivi anche per *d)* il mercato finanziario, che vede accrescere i ritorni sugli investimenti nei capitali azionari e sa di poter cogliere, in prospettiva, nuove ed attraenti opportunità, che si dischiudono sempre più numerose via via che all'interno delle imprese si impone una cultura del buon governo economico. A ciò fa seguito una maggiore efficienza nei processi allocativi delle risorse, che consente al mercato di ampliare la base di raccolta dei risparmi in cerca di impiego a condizioni di rischio/rendimento accettabili. Al mutamento in atto non possono restare estranee le *e)* autorità nazionali: il benessere economico delle collettività che governano è inscindibilmente legato allo stato di salute delle imprese e alla funzionalità del mercato finanziario locale, capace cioè di canalizzare risorse verso l'economia reale. È quindi compito delle diverse istituzioni nazionali varare un quadro di riferimento normativo, al cui interno le imprese possano ritagliarsi snelle regole di buon governo compatibili con le peculiari caratteristiche aziendali. Il contesto normativo deve inoltre generare un clima di fiducia nel mercato finanziario, intendendo con ciò il grado di protezione che sa offrire ai risparmiatori in tema di trasparenza e di *accountability*. La conseguente espansione del mercato finanziario *d)*,

permette, da un lato, di raccogliere ulteriori risorse da mettere a disposizione delle imprese, che vedono quindi diminuire il costo del capitale e consolidare le basi per un loro duraturo successo *c)* e, dall'altro, alimenta, ulteriori aspettative degli investitori, che eserciteranno rinnovate pressioni perché *a)* le imprese diano fondo a tutte le loro energie in vista di continui miglioramenti delle performance.

Sono andate quindi a comporsi tutte le condizioni di contesto che danno ragione dell'attuale rilevanza assegnata alle questioni di *Corporate Governance*.

Nell'esaminare più in dettaglio il modello circolare (V. figura 3.1), conviene partire dall'agente che ha messo in moto il funzionamento del circuito virtuoso. Esso, senza dubbio, è rappresentato dal mercato finanziario (nella sequenza del modello, l'elemento *d)*): le dimensioni raggiunte ed i profondi mutamenti strutturali intervenuti, lo hanno portato ad essere il principale artefice del fenomeno di grande cambiamento descritto.

Figura 3.1. — Il fenomeno della Corporate Governance: un modello generale di rappresentazione



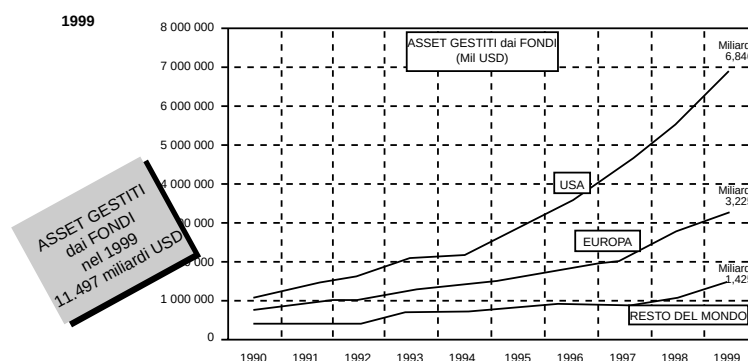
Il ruolo propulsivo svolto dagli investitori istituzionali

Non è questa la sede per mettere in evidenza l'eccezionale sviluppo registrato dal mercato finanziario, che ha interessato indistintamente tutte le possibili grandezze parametriche: volumi e controvalori dei titoli giornalmente scambiati, capitalizzazione borsistica delle maggiori imprese, numero delle società emittenti i titoli negoziati sui mercati ufficiali, flussi delle risorse finanziarie raccolte e canalizzate verso le imprese che richiedono capitali, varietà degli strumenti finanziari trattati al fine di meglio segmentare le esigenze dei vari operatori (emittenti, intermediari, investitori) e così via scorrendo. La progressiva integrazione dei mercati finanziari locali, di cui si dirà in seguito, ha impresso ritmi di crescita ancor più sostenuti ed ha interessato le diverse variabili dimensionali.

Sebbene il livello di liquidità raggiunto dal sistema nel suo complesso sia davvero impensabile rispetto al passato, non si può fare a meno di osservare come i suoi principali attori (segnatamente i maggiori investitori istituzionali) non hanno sempre beneficiato di questa circostanza in misura proporzionale alle aspettative. Per taluni versi ed in talune circostanze, invece, essi hanno visto assottigliarsi i loro margini di manovra. Ci si riferisce qui alla facoltà di smobilizzare nei tempi voluti ed a condizioni accettabili l'investimento effettuato (il cosiddetto diritto all'*exit*); in altre parole, alla crescente liquidità del mercato non ha sempre fatto seguito, come pure sarebbe stato lecito attendersi, un generalizzato rafforzamento dei diritti economici legati alla liquidabilità ed alla trasferibilità delle azioni, almeno per quanto concerne i maggiori investitori professionali.

Ciò è in primo luogo spiegabile perché questi *player* (fondi d'investimento aperti e chiusi, fondi pensione, altri gestori del risparmio collettivo ecc.) sono cresciuti a tassi eccezionali, proporzionalmente assai più elevati rispetto a quelli registrati dal mercato finanziario nel suo complesso. Si può quindi affermare che lo sviluppo del mercato è di

Tavola 3.1. — Dinamica degli *asset* gestiti dai fondi comuni di investimento



fatto dipeso, ancor più che trainato, dall'impetuoso sviluppo di queste figure di intermediari specializzati, la cui presenza sul mercato è andata quindi costantemente aumentando.

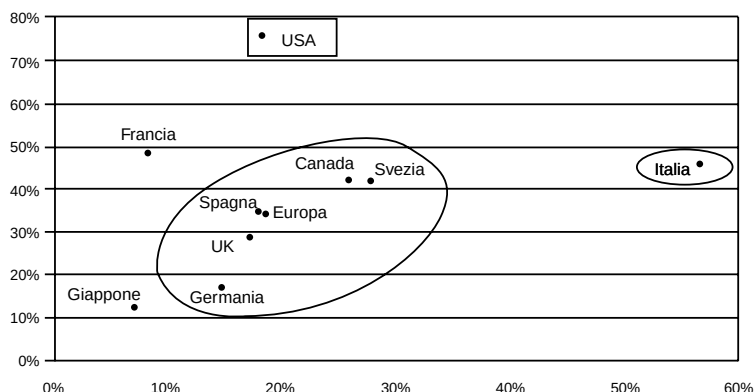
Secondo statistiche aggiornate, nel 1999, V. Tav. 3.1, i patrimoni (*asset*) gestiti nel mondo dai fondi comuni d'investimento ammontavano a circa 11,5 miliardi di dollari, valore più che quintuplicato nell'ultimo decennio! Sebbene i fondi americani facciano ancora la parte del leone (con *asset* per oltre 6,8 miliardi di dollari) è di tutto rilievo il peso dei fondi europei (con *asset* che superano i 3.2 miliardi di dollari, a cui partecipano in buona posizione i fondi italiani, con investimenti complessivi per 477.484 milioni di dollari) (7).

Sempre nel 1999, gli investimenti effettuati dai fondi statunitensi erano pari a circa l'80% del prodotto interno lordo americano; mediamente nel nostro continente il dato in parola si aggirava attorno al 35% del prodotto lordo. È interessante notare la dinamica di questa percentuale (V.

(7) Le tabelle di seguito riportate sono state elaborate dai dati presentati nella ricerca, *The European Investment Fund Market in 2000*, curata dal Prof. Patrick Zurstrassen. La relazione è stata cortesemente messa a disposizione dell'Autore dalla Società di Gestione del Risparmio, ARCA SpA.

Tav. 3.2): nell'ultimo quinquennio il tasso di crescita del rapporto in esame (*asset* gestiti dagli investitori istituzionali su PIL) è cresciuto in tutte le nazioni, nella misura di circa il 20% negli Stati Uniti ed in Europa (valore medio), ma con una punta di quasi il 60% in Italia.

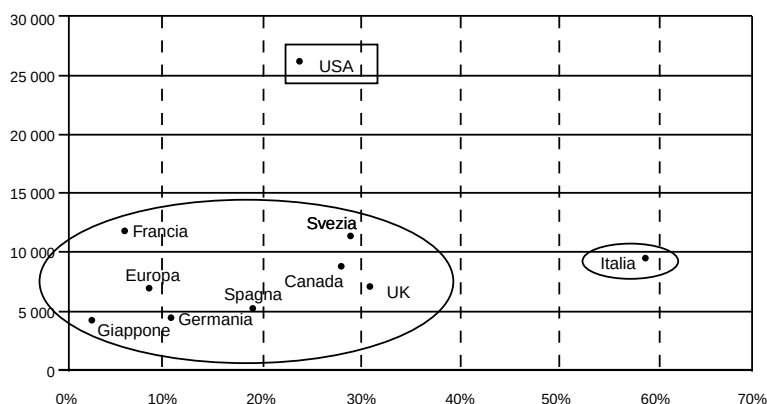
Tavola 3.2. — Asset amministrati dai fondi su PIL nazionale



Un altro significativo indicatore dell'eccezionale sviluppo del risparmio gestito è rappresentato dal tasso di crescita della raccolta pro capite, che, nel 1999, si attestava negli Stati Uniti in 25.000 US\$ per abitante, contro una media europea inferiore ai 10.000 US\$. Nel periodo 1995/99 la raccolta pro capite è cresciuta del 23% negli Stati Uniti, contro un dato europeo nell'intorno del 10% (ma anche questo valore media il boom rilevato per i fondi italiani, con una raccolta pro capite cresciuta poco meno del 60%).

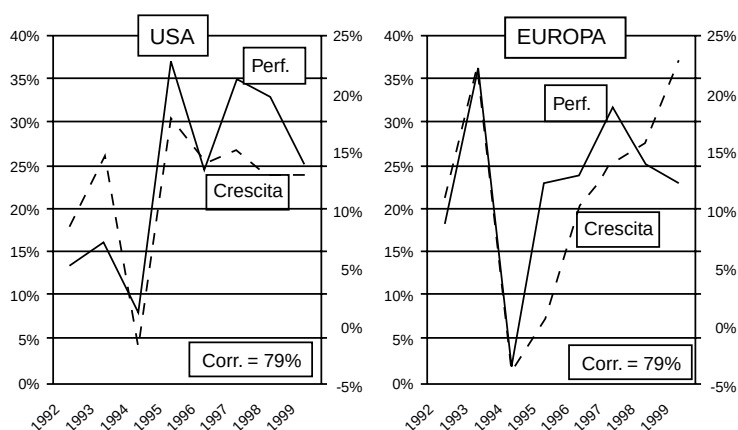
È di estremo interesse osservare come il costante aumento dei risparmi raccolti e canalizzati sul mercato da parte degli investitori professionisti abbia inevitabilmente prodotto una generale lievitazione dei rendimenti finanziari, ben testimoniata dalla prolungata e ragguardevole crescita dei diversi indicatori esaminati (indici, capitalizzazioni e volumi). Questa dinamica si è immediatamente rispecchiata sulle performance realizzate dagli *asset* conferiti in gestione agli interme-

Tavola 3.3. — Tasso di crescita raccolta pro-capite dei fondi nei principali Paesi



diari specializzati. È quindi aumentata l'attrattività del servizio offerto ai risparmiatori, contribuendo in tal modo a polarizzare ulteriori capitali in cerca d'impiego ed a convogliare nuove risorse verso il mercato finanziario. Di fatto si è in presenza di un meccanismo di flussi che si autoalimentano, proprio di un circolo virtuoso. Studi recenti (V. Tav. 3.4) hanno infatti confermato l'esistenza di una stretta correlazione tra l'espansione degli *asset* gestiti dai fondi e l'andamento delle performance medie di mercato, e viceversa.

Il fenomeno della redistribuzione tra le diverse linee di investimento, registrato all'interno dei portafogli gestiti dai fondi, ha certamente rafforzato il legame che unisce le performance del mercato azionario con i tassi di crescita degli *asset* in mano agli investitori comuni: il riferimento è al maggior peso che hanno progressivamente raggiunto le linee "azionarie" e "bilanciate" sul totale dei risparmi raccolti. Il fenomeno in esame è ben rappresentato nelle successive tavole (V. Tavv. 3.5 e 3.6), che mettono in luce la forte crescita percentuale riscontrata per i prodotti cosiddetti *equity*, per ora ancora più marcata sul mercato americano rispetto a quello europeo, anche se il gap si va progressivamente ridu-

Tavola 3.4. — Performance del mercato azionario e tasso di crescita dei fondi

cendo, specie se alle linee azionarie si aggiungono quelle bilanciate (8).

La discesa della dinamica inflativa, attestatasi nel corso di questi ultimi anni su livelli fisiologici e difficilmente comprimibili, ha pesantemente inciso sui rendimenti dei titoli obbligazionari e dei *bonds* in genere, spingendo i piccoli risparmiatori a ricercare investimenti alternativi, in grado di offrire rendimenti allineati a quelli ottenibili nel recente passato sui titoli a reddito fisso: la scelta è obbligatoriamente caduta sui capitali azionari. Peraltro, l'investimento di cui trattasi richiede impegno e competenze difficilmente disponibili per investitori marginali, i quali hanno quindi preferito fare conto

(8) Nella sua Relazione all'anno 1999 (Milano, 22 marzo 2000), il Presidente di Assogestioni, Prof. Mario Arcelli, ha illustrato i seguenti dati di ridistribuzione del risparmio gestito afferenti il mercato nazionale:

*Asset allocation tra i fondi italiani
(in % sul totale patrimonio gestito)*

Fondi per categoria	Fine gennaio 1999	Fine dicembre 1999
Azionari	8,95%	29,53%
Obbligazionari	58,35%	47,32%
Bilanciati	22,70%	23,15%

sulla professionalità e sulla preparazione degli investitori istituzionali, trasferendo risparmi già dati in gestione da linee prudenziali a linee più aggressive e/o conferendo ai fondi nuovi flussi di risparmi, in precedenza direttamente investiti in impieghi a basso rischio (titoli di stato) senza l'ausilio degli intermediari specializzati. La forte crescita dei volumi e dei controvalori negoziati ha per lungo tempo consentito di contenere parzialmente la volatilità del mercato azionario, garantendo investimenti remunerativi a condizioni di rischio accettabili (9). Come si avrà modo di illustrare nel seguito, neppure questo processo di riallocazione dei risparmi dati in gestione è estraneo alle questioni di *Corporate Governance*: la migrazione dei capitali gestiti dai fondi specializzati in *bonds* a quelli specializzati in *equity* ha contribuito a far crescere ulteriormente la presenza degli investitori professionisti all'interno degli assetti azionari delle imprese.

(9) Del resto tale ipotesi di lavoro trova implicita conferma anche nell'andamento negativo della raccolta dei fondi italiani nel corso del 2000 e del 2001. Secondo statistiche di Assogestioni, pubblicate nel gennaio del 2001, "l'andamento schizofrenico degli indici di Borsa nel corso d'anno ha indotto molti risparmiatori, come prevedibile, ad abbandonare gli azionari per posizionarsi sui prodotti di liquidità. Con i listini in altalena non stupisce il coro di consensi per i fondi di liquidità che nel mese di dicembre hanno quasi quintuplicato la raccolta mensile portandosi a 1,8 miliardi di euro". Questa dinamica è stata ampiamente rafforzata nel primo trimestre dell'anno 2001. I Fondi nazionali, a causa della crisi del mercato borsistico, hanno registrato nei primi tre mesi dell'anno una raccolta negativa di 10.000 miliardi di lire su di un patrimonio gestito di oltre un milione di miliardi di lire. In controtendenza i fondi obbligazionari, con una raccolta netta positiva di 2.900 miliardi di lire, e quelli monetari, con una raccolta di 5.300 miliardi di lire, entrambi in gran parte originate da manovre di *switch* dai fondi azionari e dai misti.

È altresì interessante osservare come nei periodi di recessione borsistica siano particolarmente penalizzati i titoli azionari delle cosiddette *new banks*, vale a dire delle banche che fanno della gestione del risparmio la loro attività prevalente. Del resto la discesa del listino scoraggia gli investitori ad affidare i loro risparmi a queste figure di intermediari, che vedono quindi fortemente ridimensionate le loro attese di profittabilità.

Tavola 3.5. — Andamento dell'*asset allocation* in Europa

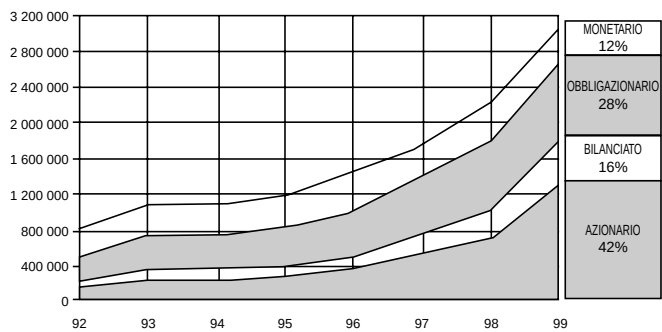
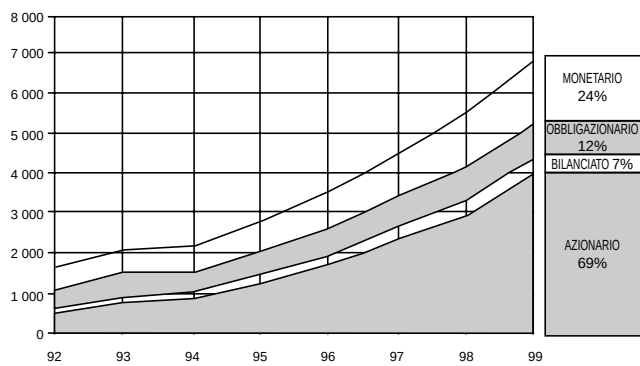


Tavola 3.6. — Andamento dell'*asset allocation* in USA



Un'ulteriore annotazione degna di nota per il proseguo del ragionamento riguarda la dimensione per singolo fondo d'investimento, espressa in termine di capitali raccolti. I dati indicano un ammontare medio di 880 milioni di dollari per i fondi statunitensi, di gran lunga maggiore rispetto alla media mondiale, 216 milioni, ed europea, 147 milioni. Tali divergenze trovano spiegazione nell'ampiezza del mercato statunitense paragonato ai diversi mercati locali (ivi compresi quelli del nostro continente) ed alla politica di accentuata specializzazione seguita dai gestori europei per segmentare l'offerta e cogliere nuova domanda: negli Stati Uniti sono attivi 7.791 fondi d'investimento, un terzo circa di quelli europei (21.873). I valori medi dei fondi ed il loro numero non debbono peraltro

trarre in inganno sul grado di concentrazione del settore, specie per quanto riguarda il popoloso universo dei fondi europei ed italiani in particolare (10). Una significativa quota della raccolta è comunque affidata ad una percentuale relativamente modesta di grandi investitori, ai quali fanno sempre capo molteplici fondi. Del resto l'esperienza ha mostrato come l'attività di gestione del risparmio collettivo beneficia di significative economie legate alla dimensione (di scala, d'esperienza e di scopo) e la globalizzazione del mercato finanziario spingerà sempre più gli attori a crescere e tessere tra loro alleanze per preservare la loro competitività. Di fatto, quindi, si tratta di un settore abbastanza concentrato, nel quale un numero relativamente limitato di istituzioni (*global player*) svolgono un ruolo davvero preminente.

(10) Dalla Relazione all'anno 2000 del Presidente di Assogestioni: "La spinta verso una concentrazione proviene nel nostro contesto anche dai processi di fusione e acquisizione del sistema bancario. L'attività di *asset management* in generale e di *fund management* in particolare sono un tipo di industrie con economie di scala elevatissime. I dati che esemplificano l'evoluzione della dimensione della nostra industria della gestione sono molto significativi. Nel 1997 un solo gruppo italiano impegnato nella gestione di fondi comuni si collocava tra i primi dieci in Europa per entità degli *asset* gestiti. Nel 1998 i gruppi sono diventati due. Nel corso del 1999 sono saliti a tre, collocando così l'industria della gestione tra le poche industrie nazionali che non presentano debolezze strutturali.

La tabella seguente evidenzia in tutta chiarezza il fenomeno della concentrazione a livello italiano

*Evoluzione della concentrazione dei gruppi
(in % sul patrimonio complessivo gestito)*

	Primi 3 gruppi	Primi 5 gruppi	Primi 10 gruppi
1999	51,7%	63,1%	80,2%
1998	44,6%	58,6%	76,8%
1997	32,1%	46,2%	70,2%

Sommando questa concentrazione delle quote di mercato con i tassi di crescita dell'industria nel suo complesso si delinea la dimensione del cambiamento a livello di singoli gruppi finanziari".

3.2. Lo *shareholder activism*, strumento a disposizione degli investitori istituzionali

Il breve *excursus* sull'evoluzione vissuta in questi anni dai maggiori investitori professionisti permette di sviluppare l'ipotesi di lavoro formulata in precedenza: il sistema finanziario, pur in un contesto di enorme liquidità, stenta talvolta ad assorbire e negoziare efficientemente i volumi azionari che questi primari attori del mercato sono in grado di movimentare giornalmente. La prima forma di tutela degli azionisti, tradizionalmente rappresentata dalla piena facoltà di vendere liberamente i titoli, risulta certamente accresciuta a dismisura quando si tratta di piccoli e medi operatori, ma ne esce ridimensionata quando si passa alle consistenti partite azionarie in mano ai principali *player*. In sede di allocazione degli enormi patrimoni conferiti in gestione, essi si trovano a detenere, anche singolarmente considerati, significative quote percentuali dei capitali azionari delle imprese nelle quali hanno investito: in questi frangenti, lo smobilizzo non graduale ("pilotato") dell'intero pacchetto conduce sovente a deprimere il corso dei valori azionari. L'esercizio del dissenso attraverso l'*exit* diviene allora uno strumento da usare con estrema cautela, a maggior ragione se più investitori istituzionali attuano la medesima politica in tempi ravvicinati: il rischio, infatti, è quello di cedere i titoli in un contesto negoziale davvero sfavorevole al venditore. La situazione si complica ulteriormente quando il disinvestimento riguarda il capitale di imprese con flottante limitato o, comunque, quando ha per oggetto azioni poco trattate sul mercato. Cessioni per controvalori anche limitati hanno l'effetto di abbattere pesantemente la quotazione del titolo poco liquido.

Quanto sin qui esposto va per completezza interpretato esaminando anche gli andamenti statistici sui "periodi di detenzione media dei titoli", costruiti rapportando il numero di azioni dell'emittente mediamente scambiate in un giorno ed il numero totale delle sue azioni in circolazione. Ad un'analisi meno sommaria, risulta che il ragguardevole accorciamento

del periodo medio di detenzione (ormai inferiore all'anno anche nel nostro Paese) è dovuto al fortissimo aumento dei volumi negoziati, proporzionalmente assai maggiore della crescita delle azioni in circolazione, e che i principali *player* sfruttano la maggiore liquidità del mercato per frequenti negoziazioni tattiche, aventi per oggetto pacchetti minoritari del complessivo investimento azionario detenuto nel capitale delle *blue chips*. In altri termini, in sede di *asset allocation* essi distinguono la quota destinata ad un'intensa attività di *trading* da quella, più consistente, immobilizzata, destinata cioè a essere mantenuta per lungo tempo nel patrimonio gestito (11).

In definitiva, se si attenua o sfuma anche solo parzialmente la protezione offerta dai diritti all'*exit*, viene gioco-

(11) Secondo una ricerca pubblicata in, *Capitalism for tomorrow*, cit.: "The major investment company tend to hold investments in a large number of the top 200 companies for eight years or more on average, although they often trade actively in a part of such shareholdings".

Per completare il giudizio, si osserva che il dato statistico sul periodo medio di possesso dei titoli sconta, oltre alle difformità comportamentali tenute dagli investitori istituzionali rispetto ai piccoli azionisti, anche le ragguardevoli differenze riscontrabili a livello di società emittente o del suo settore di appartenenza. Al riguardo, si è accertato che la stabilità dell'assetto azionario delle imprese operanti nella *old economy* non è neppure lontanamente paragonabile con quella delle imprese definite della *new economy*, soggette a fenomeni di bolle speculative che hanno prodotto inimmaginabili attività di *trading* sui loro titoli e di volatilità delle loro quotazioni.

Figura 3.2. — Numero medio di giorni per un turnover totale dell'azionariato

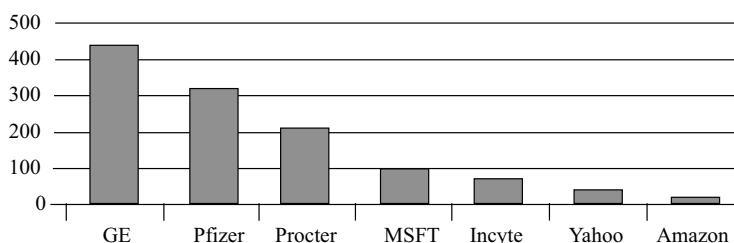


Figura tratta da A. Hinterhuber, *Dallo shareholder allo stakeholder-value management. Esperienze e riflessioni*.

forza riconosciuta una crescente importanza a quelli di *voice* con ovvie ripercussioni sulla natura del rapporto che lega gli azionisti, più specificatamente taluni di loro, con l'impresa. Alla stregua di ogni buon investitore, anche il socio è preoccupato di proteggere il suo capitale e per questo guarda con attenzione alle performance aziendali; egli sa che il rendimento del capitale messo a disposizione dell'impresa emittente dipende da come questa è governata e gestita e, non da ultimo, da come il mercato percepisce che sia condotta. Se viene ridotta la facoltà di liberarsi prontamente dell'investimento a condizioni accettabili, non resta all'azionista che far sentire la sua voce, che sarà tanto più alta quanto più elevata è la sua forza negoziale; in altre parole, egli diviene più attivo nel far valere i diritti legati al possesso azionario.

Sarebbe tuttavia semplicistico spiegare il diverso atteggiamento seguito dai maggiori investitori professionisti riferendosi soltanto ai menzionati ostacoli a cui essi potrebbero andare incontro al momento di realizzare l'investimento azionario. Al riguardo si fa presente come è sempre interesse di tutti i soci adoperarsi perché l'impresa partecipata sia governata e gestita efficacemente, in quanto, quando si vendono i titoli di un'impresa sottoperformante, il danno è già stato subito e trova espressione nel basso corso borsistico del titolo e quindi del prezzo di cessione.

Certo, le offerte pubbliche d'acquisto originate da scalate ostili consentono di norma di cedere i titoli delle imprese meno efficienti recuperando, in tutto o in parte, le perdite subite, ma non per questo si può pensare di aggirare sistematicamente il problema di fondo confidando, in via pressoché esclusiva, sulle opportunità che tali operazioni potrebbero eventualmente dischiudere. E poi non è detto che i *takeover* — in ogni caso impraticabili per le numerosissime società a controllo preconstituito — rappresentino lo strumento ottimale per migliorare, dall'esterno, gli assetti societari: si rammentano in proposito gli alti costi delle offerte dei *takeover*, sovente accresciuti considerevolmente per

effetto di tecniche difensive adottate dal management con lo scopo evidente di alzare l'investimento richiesto, nonché i tempi richiesti dal mercato per accertare l'inadeguatezza di cui hanno dato prova gli organi aziendali e, a maggior ragione, i tempi necessari per organizzarsi al fine di promuovere un ricambio non concordato del vertice direzionale.

Nel breve periodo, poi, non è neppure da escludere che si possa assistere ad un rialzo dei profitti aziendali accompagnato da corsi azionari crescenti, anche per aziende mal gestite (*bad management*). Ciò è reso possibile da una certa inerzia che, se non intervengono fatti nuovi, connota il funzionamento del sistema aziendale; in altre parole, si tratta di una spinta che può mantenerlo lungo un cammino di buoni risultati, che sono eredità di un passato di successo. Per analogia, non si può escludere il contrario: un *good management* deve essere valutato all'interno di un orizzonte adeguato, perché le azioni intraprese abbiano il tempo di produrre i propri effetti, specie quando si tratta di invertire una certa tendenza.

Ciò che qui preme rilevare è come gli investitori istituzionali non possono fare esclusivo affidamento sul mercato — inteso per giunta come entità astratta, se si escludono proprio i suoi principali *player* — delegandogli *in toto* la funzione di disciplinare le imprese meno efficienti e favorire la ricerca di nuovi assetti di governo economico meglio rispondenti alle attese degli azionisti. Del resto è sotto gli occhi di tutti come, in ottica di breve termine, sono riscontrabili numerose eccezioni alla tesi che vuole l'alto prezzo dei titoli come un segnale, o conseguenza, di un'efficace conduzione aziendale, informata a criteri di trasparenza ed attenzione alle istanze del mercato o, viceversa, interpretare l'insoddisfacente andamento del titolo come un inequivocabile segnale di *performance* negative, frutto di una strategia opaca e di un'attività governo aziendale sorda alle attese del mercato (12).

(12) Sulla scarsa attitudine dei corsi di borsa ad essere impiegati quali corretti indicatori della qualità del comportamento direzionale si è così espresso C.K. Prahalad, in *Corporate Governance or*

Del resto la casistica dei fenomeni che interessano l'andamento dei titoli è quanto mai ampia: si considerino, a titolo esemplificativo, l'agire di talune variabili macroeconomiche, che premiano o deprimono indistintamente tutto il listino; i noti fenomeni di massa, che portano sugli scudi azioni di imprese in qualche modo legate, talora anche marginalmente, a settori ritenuti con una certa approssimazione di sicuro avvenire o di certo declino; i *rumor* speculativi, che fanno inspiegabilmente impennare corsi di titoli altrimenti trascurati e così via discorrendo.

Il caso dell'andamento del titolo Saipem, di seguito sintetizzato, illustra in qualche modo il problema.

Tabella 3.1. — Il caso SAIPEM

Accade che giudizi sommari sulle imprese e sulla qualità del vertice aziendale fondati soltanto sui corsi borsistici siano sovente smentiti dai fatti. In un articolo dal titolo, *Oscar della Finanza. La peggiore? È stata la Saipem*, Il Corriere della Sera del 31 dicembre 1999, Alessandro Penati e Luigi Zingales, "hanno segnalato in questa sede i nomi degli amministratori della Società (per il meccanismo della reputazione il mercato dovrà chiedere conto personalmente a questi consiglieri), che si sono mostrati inadeguati nel rimpiazzare rapidamente il management aziendale", ritenuto responsabile "delle insoddisfacenti performance del titolo, che, nel triennio 1996-1999, ha conseguito la palma del peggiore tra le 50 maggiori società italiane, con una crescita di solo il 2,2% a fronte del + 183% dell'indice Comit. Avendo scelto Saipem invece dell'indice Comit, i suoi azionisti hanno dunque perso 5.400 miliardi. Questi cattivi risultati non possono essere imputati esclusivamente alle difficoltà del settore petrolifero, in netta ripresa nel corso del 1999: quest'anno Saipem ha perso l'1% a fronte di un + 20% dell'indice europeo del settore (e al + 23% del mercato italiano)". Ora, anticipando sin da

Corporate Value Added? ecc., cit. "Investors must spend as much effort in attempting to understand and monitor the quality of internal governance as they do in poring over financial statement. As I have said several times a crisis in profitability is too late for active stockholder intervention. For this reason we need to explore alternative *non financial* indicators that would help reduce the time between actual declines in managerial performance and their confirmation by financial statement".

subito che dopo tale articolo il titolo ha fatto registrare performance eccezionali, si osserva peraltro che gli Autori, nel formulare le loro severe valutazioni, non hanno certo attribuito grande importanza al fatto che la Società, sotto la guida di quel top management tacciato di incapacità, sia cresciuta nel quinquennio precedente (1994/1998) del 175% in termini di utile netto e del 64% in termini di valore della produzione. Nel corso del 1995, cioè l'anno precedente al periodo preso in considerazione dalla graduatoria, il titolo era salito del 90%, contro una media Comit del 61%: allungando l'orizzonte di osservazione a quattro anni in luogo dei tre assunti dagli Autori si sarebbe ottenuto un altro e migliore posizionamento nella classifica. A ben vedere, neppure il riferimento al settore petrolifero appare corretto e, pertanto, può condurre a conclusioni fuorvianti. Saipem, infatti, appartiene al settore delle *Oil Service* e non a quello petrolifero; le accentuate ciclicità che caratterizzano i due settori si manifestano su periodi non coincidenti, nel senso che la ripresa dei prezzi petroliferi si manifesta con effetto ritardato sulle società che invece offrono i loro servizi all'industria petrolifera. Il corso del titolo Saipem nel triennio considerato è risultato sostanzialmente allineato al *benchmark* di riferimento, rappresentato dal paniere dei titoli emessi delle imprese concorrenti operanti nell'*Offshore Drilling & Construction* e nel *Floating Production*. Il mercato, a seguito anche di *profit warning* correttamente emessi da Saipem nel corso del 1999 per segnalare previsioni di fine anno in ribasso per la rallentata uscita dalla fase congiunturale, ha fortemente penalizzato i titoli, malgrado i fondamentali aziendali mostrassero una situazione perfettamente sotto controllo e le interessanti potenzialità di sviluppo di medio termine rimanessero inalterate. In questo scenario si inserisce la descritta denuncia a mezzo stampa di inadeguatezza dell'organo amministrativo e di incapacità del top management aziendale, *"sperando [così] di dare un modesto contributo alla cultura di mercato nel nostro Paese"*. Ma lo stesso mercato, a far tempo proprio dal gennaio del 2000, ha drasticamente invertito le proprie valutazioni, senza peraltro fossero intervenuti nuovi fatti a supporto del mutato orientamento. Nel corso dell'anno borsistico 2000, infatti, il corso del titolo è salito del 64,91%, mentre l'indice Comit del 5,37 ! Ancora più eclatanti le performance dell'azione Saipem nei primi cinque mesi del 2001: in netta controtendenza + 26,43% rispetto all'indice Comit -3,4%. A seguito del continuo rialzo, al 25 maggio 2001 l'azione quotava 7,38 euro, contro i 3,4 euro del febbraio 2000 (+ 117%). L'impennata del titolo è stata ampiamente commentata da tutta la stampa economica. Dall'articolo, *Saipem la corsa oltre il raddoppio*, apparso su, *Il Sole 24 Ore* del 28 maggio 2001, sono riportati per stralcio i commenti raccolti presso autorevoli analisti finanziari: *"Il rialzo del greggio ha prima impattato sui titoli petroliferi e ora si trasmette con un lasso temporale di circa un*

anno sui driller. E il primo trimestre non ha deluso le attese, con un trend molto positivo su fronte di ordini e commesse”; e ancora, “Era scontato che i colossi petroliferi avrebbero prima o poi rimesso mano agli investimenti in ricerca, dopo un lungo periodo di stasi favorita dai bassi prezzi del petrolio nell’ultima parte degli anni 90”. L’articolo, dopo aver fatto menzione che, “A marzo di quest’anno la società italiana ha toccato il record storico nel proprio portafoglio ordini che ha raggiunto una volta e mezzo i ricavi”, conclude osservando che “l’ottimo stato di salute dei fondamentali di Saipem non è passato inosservato in Borsa che, come al solito, ha giocato d’anticipo”.

In buona sostanza, l’attitudine a partecipare meno passivamente alla vita delle imprese evidenziata dai principali investitori istituzionali è da mettere in relazione anche alla presenza di sintomi di *market failure* (come ostacoli all’esercizio dell’*exit*, asimmetrie informative, disallineamenti tra performance e prezzi, oltre alla discutibile efficacia dei *takeover* ostili), che peraltro assumono piena rilevanza anche a motivo delle dimensioni raggiunte dai patrimoni gestiti dai fondi, i quali possono trovarsi “forzati” ad impiegare la consistente liquidità raccolta senza ottenere sempre adeguate opzioni d’uscita dall’investimento effettuato.

Le scelte di *asset allocation*, che sempre più accomunano le politiche di investimento seguite dagli intermediari, non fanno altro che stringere ulteriormente i legami tra questi operatori e le imprese, favorendo in ultima analisi un maggior coinvolgimento dei primi nelle seconde (13). Il riferimento prioritario è alle cosiddette strategie di *indexing*, che impongono a molti intermediari di detenere le azioni di tutte le principali società quotate, al fine di non differenziare troppo il portafoglio dalla composizione dei diversi indici adottati, più o meno correttamente, come *benchmark* (14).

(13) Sull’argomento si vedano tra gli altri, *Investitori istituzionali e Corporate Governance*, di A. Cortesi e P. Musile Tanzi, e *Investitori Istituzionali e Corporate Governance in Italia*, di S. Monferrà, entrambi gli scritti in, *Corporate Governance. Analisi e prospettive di un caso italiano*, a cura di G. Airoidi e G. Forestieri.

(14) Vi è da segnalare come i gestori dei fondi sollevano oggi forti perplessità sul valore strumentale degli indici e, soprattutto, sul

Il problema di fondo consiste allora nel cercare di coniugare efficaci politiche di selezione degli investimenti con le *index fund strategies*, che incontrano crescente favore presso i risparmiatori sebbene siano soggette a non poche critiche (“i fondi si muovono come un « gregge » e sono preoccupati di fare del *benchmark* tra di loro e non in relazione ai mercati in cui investono”). Le palesi difficoltà riscontrabili nel far coesistere questi due aspetti spingono quindi gli investitori istituzionali ad adottare comportamenti meno passivi nei confronti delle imprese partecipate (*relationship investing*) nell’ottica di proteggere il capitale preso in gestione ed impiegato in quote azionarie. Vi è altresì da aggiungere come una dose non trascurabile d’attivismo sia indispensabile anche per quei fondi che vogliono “battere il mercato”, sacrificando la diversificazione a vantaggio di un portafoglio con basso turnover di titoli, mirato

loro impiego quali indicatori delle performance. Al riguardo, si legge nella Relazione annuale 2000 (Milano, 22 marzo 2001) del Presidente di Assogestioni, Prof. Mario Arcelli: “Non possiamo in questa sede fare la storia di tale indicatore e delle sue applicazioni, ma basti ricordare alcuni punti dirimenti: i più grandi provider internazionali di servizi di selezione e di rating dei fondi da noi interpellati circa la possibilità di avere un calcolo indipendente e oggettivo del *benchmark* di ogni fondo, ci hanno dato risposta invariabilmente negativa, affermando che nelle practice internazionali non si considera significativo ma addirittura fuorviante. Lo stesso FSA, organo di controllo britannico, ha sempre accolto le obiezioni dei gestori a questo proposito, evitando l’introduzione del *benchmark* come *key features*.”

Inoltre, quello che doveva essere in primo luogo uno strumento di valutazione *ex ante* del binomio rischio/rendimento del fondo si è trasformato in uno strumento di paragone delle performances, utilizzato al di fuori di ogni valutazione tecnica, per un portafoglio di investimento di un fondo aperto che subisce afflussi e deflussi di liquidità rilevanti e che risente di una gestione attiva. Indipendentemente dall’uso distorto che ne viene fatto oggi da parte della stampa, il benchmark non sembra fare pienamente chiarezza circa la rischio/rendimento degli investimenti, se non lo considera in un adeguato orizzonte temporale, né tanto meno essere può essere ritenuto un significativo termine di confronto per le performances”.

su di un limitato numero di azioni emesse da promettenti società da seguire nel tempo con gran cura ed attenzione.

Si può affermare, in conclusione, che importantissimi *player* del mercato finanziario, i maggiori fondi di investimento, stanno progressivamente cambiando il loro modo di essere e funzionare: da intermediari specializzati in frequenti operazioni di trading sui titoli, stanno divenendo proprietari-soci “permanenti” (*permanent owner*), quanto meno per una parte considerevole del loro investimento nel capitale azionario delle società emittenti. La relativa stabilità del rapporto che li lega all’impresa fa sì che essi assumano una prospettiva di valutazione dell’investimento azionario che, sempre più sovente, non può esaurirsi nel breve periodo. Si sta argomentando di una prospettiva valutativa ben diversa da quella dell’azionista che, attraverso un’intensa attività di trading, cerca di “catturare” il valore realizzando utili immediati, per lo più legati a continuative operazioni d’acquisto e vendita dei titoli azionari (15). Questa differente propensione a mantenere per più tempo i titoli in portafoglio, specie in periodi di accesa volatilità, è rafforzata anche dai comportamenti dei mercati, che sono diventati sempre più esasperati nell’anticipare le presunte “certezze” sul futuro dell’economia e degli utili. In taluni frangenti, la scelta del momento in cui “entrare” o “uscire” dal listino o da uno specifico titolo può davvero apparire più un esercizio divinatorio che una questione di competenze ed esperienze professionali. Soprattutto in tempi di elevata instabilità, accade che gli investitori istituzionali possono preferire dedicare maggior tempo allo studio della composizione iniziale dell’*asset allocation* del portafoglio e poi procedere limitandosi a piccoli aggiustamenti, in attesa che il mercato esprima una minore volatilità.

(15) C.K. Brancato in *Institutional Investors and Corporate Governance*, ha definito *investor value* i fondi che ricercano valore in logica di azionista-investitore e *trading value* quelli maggiormente attenti alle opportunità speculative legate alla compravendita dei titoli.

Lo *shareholder activism*, nel significato sin qui illustrato, ha preso le mosse nel panorama finanziario statunitense per le sue note caratteristiche, ma si è successivamente propagato al resto del mondo a seguito dell'internazionalizzazione e della convergenza dei diversi sistemi locali. Nel nostro continente esso rappresenta oggi un fenomeno oramai assodato, che, nel confronto aperto sulla *Corporate Governance*, fa degli investitori istituzionali un interlocutore primario di imprese (quotate) e di mercati finanziari. Per mettere in risalto gli aspetti qualificanti questi operatori è stato coniato il termine "*new owner*". Con tale dizione, si intendono sottolineare le caratteristiche che contraddistinguono questa particolare figura di proprietari e che li rendono soggetti (16):

universali: nel senso che essi posseggono significative quote azionarie di tutte le maggiori realtà aziendali quotate nei diversi settori produttivi;

stabili: nel senso che le loro partecipazioni nei capitali aziendali sono destinate a permanere nel tempo, conferendo una prospettiva di valutazione di medio lungo termine;

globali: nel senso che essi investono e tengono sotto continuo monitoraggio tutti i principali mercati finanziari, operando trasferimenti da un sistema all'altro in logica fortemente internazionale;

orientati al benessere della collettività: nel senso che i loro mandanti rappresentano una fetta non trascurabile della popolazione, fatta da individui che nutrono legittime attese nei confronti delle imprese, viste come strumenti del progresso economico e sociale;

legalmente disciplinati: nel senso che si tratta di istituzioni previste e regolamentate da leggi che ne stabiliscono finalità e responsabilità.

(16) Da, *What Will be the Impact of Active Shareholders? A Practical Recipe for Constructive Change*, di Robert A.G. Monks.

Ciò premesso, vi è per inciso da osservare come il ruolo di primissimo piano assunto da questi attori ripropone inevitabilmente taluni interrogativi sulle responsabilità di cui essi debbono farsi carico. Nel secondo capitolo, si era tra l'altro illustrato come nel tempo gli azionisti si sono deliberatamente spossessati dei poteri decisionali legati alla proprietà dei titoli, così da limitare sempre più, fino ad annullare, le responsabilità personali connesse alla qualifica di socio: in ultima analisi, si è voluto privilegiare il profilo della pronta liquidabilità dell'investimento. Seguendo questo ragionamento, si è giunti a sostenere che nelle imprese ad azionariato diffuso i soci *outsider* — poiché privi in concreto d'ogni significativo potere d'interferenza per effetto della separazione tra la proprietà e il controllo — non possono essere chiamati a rispondere delle conseguenze delle loro azioni personali né, tanto meno, delle conseguenze degli atti posti in essere dall'impresa. Si verrebbe così a configurare uno *status* del tutto speciale, in virtù del quale un soggetto, sottoscrivendo azioni, ha la possibilità di ottenere buoni o ottimi rendimenti (comunque di norma superiori a quelli ricavabili da *bonds* e obbligazioni), senza peraltro assumere mai la benché minima responsabilità, qualunque sia il suo operato. La proprietà di titoli azionari — a differenza di ogni altro bene posseduto — non implicherebbe mai alcuna responsabilità. Sussiste invero il profilo di rischiosità dell'investimento, ma è un aspetto diverso da quello ora trattato.

Questa visione restrittiva non sembra convincere fino in fondo. Il postulato dell'« innocenza » degli azionisti *outsider* non può ignorare il fatto che, anche se questi non hanno personalmente partecipato all'attività di governo e di conduzione aziendale, essi possono avere votato “di persona” per la nomina del vertice aziendale o aver fornito “di persona” delega per farlo. A ben vedere, neppure l'assenteismo esclude di per sé l'assunzione di ogni possibile responsabilità, anzi, può essere vero il contrario.

Si considerino ad esempio i principali fondi d'investimento e, in particolare, si pensi al potere che è nelle loro mani. A tal riguardo si formulano i seguenti interrogativi. Quando pochi investitori istituzionali hanno il potere di decidere l'esito di talune scalate ostili — si pensino ad esempio a quella di Granata su Forte o, limitandoci alla realtà italiana, della Olivetti di Colaninno su Telecom — ha poi senso affermare che il loro comportamento è esente da ogni responsabilità? Non è forse vero che, sostenendo o meno il *takeover*, essi hanno la facoltà di determinare il ricambio dell'assetto di comando e, pertanto, di influenzare come pochi altri il destino di un'impresa? E malgrado ciò, essi possono egualmente ritenersi esclusi da qualsiasi responsabilità? E poi, è così pacifico che il rendimento sul risparmio dato in gestione rappresenta sempre e comunque l'unica variabile da prendere in considerazione per esprimere un giudizio su come gli intermediari finanziari hanno risposto alla fiducia dei loro mandanti? Ma questi ultimi, prima ancora che risparmiatori, non sono forse cittadini consapevoli del fatto che i comportamenti adottati dalle imprese, nonché i principi di valore professati dai loro vertici, influenzeranno profondamente il mondo in cui essi si troveranno in un domani a vivere?

Il postulato che vede gli azionisti sempre « innocenti » va dunque declinato o, più correttamente, si può prendere atto che essi non potranno mai essere ritenuti responsabili delle loro scelte da un punto di vista meramente legale, ma è discutibile se si possa sempre dire altrettanto da un punto di vista etico-sociale? Trattando degli investitori istituzionali, poi, non si comprende perché essi non debbano consapevolmente esercitare le prerogative legate ai diritti di proprietà: le motivazioni tradizionalmente addotte per giustificare il disimpegno o la disaffezione dei soci *outsider* — compreso il fenomeno del *free riding* — perdono gran parte della loro forza, specie se si considera il “peso specifico” attribuibile agli intermediari, intesi non solo come singola istituzione, ma anche come categoria. Non per altro, si sta argomen-

tando di una classe di investitori ben preparati e competenti, adeguatamente remunerati ed incentivati per assolvere professionalmente un ruolo fiduciario che, tra l'altro, prevede di esercitare nella sua interezza il ruolo di proprietari dei diritti azionari e di svolgere le funzioni che ne derivano (17).

Si è già accennato, ed il tema sarà approfondito in seguito, che in talune fattispecie possono sorgere situazioni suscettibili di potenziali conflitti di interessi tra i "beneficiari" (i risparmiatori) e gli "agenti" (gli investitori collettivi), ma ciò non può e non deve costituire un comodo alibi per legittimare un approccio assenteista da parte dei principali intermediari finanziari alle questioni di governo aziendale (18).

La tutela degli azionisti outsider

Tornando al tema centrale affrontato in questo paragrafo, non si può fare a meno di sottolineare come un modello di comportamento attivo (*shareholder activism*) sia praticabile esclusivamente in una cornice di riferimento in grado di offrire adeguate garanzie di tutela dei diritti all'informazione quale parte, lo si vedrà in seguito, dei più ampi diritti spettanti alle minoranze. Il diretto interessamento de-

(17) Sulla "due diligence" da esercitare da parte degli investitori comuni professionisti, V. *Infra* par. 4.3.

(18) V. *Supra* cap. 2.4. Sul tema dei potenziali conflitti di interesse che i gestori dei fondi possono incontrare nello svolgimento del mandato fiduciario si è espressa anche Assogestioni nel febbraio del 2001, presentando un Protocollo di autonomia per le società di gestione del risparmio. L'obiettivo dell'iniziativa è appunto quello di salvaguardare l'autonomia decisionale delle società nelle scelte che riguardano la prestazione dei servizi di gestione e, soprattutto, di vigilare perché non si verifichino eventuali conflitti di interesse derivanti da eventuali rapporti di gruppo, da altri rapporti di affari propri o di società del gruppo, dalla prestazione congiunta di più servizi. Nel commentare il documento Guido Cammarano, segretario generale dell'Associazione, ha dichiarato "Rafforzare la logica di indipendenza della gestione aumenta la credibilità dell'industria dei fondi che si traduce in una maggiore competitività sul mercato, sia in Italia sia all'estero".

gli investitori professionisti alle vicende aziendali — espresso dall'esercizio del voto, dalla raccolta delle deleghe, dalla manifestazione del dissenso e così via scorrendo — è praticabile soltanto in presenza di un'efficace e trasparente informativa sulle performance d'impresa, sulla condotta di coloro che esercitano la leadership e sulle linee strategiche che questi hanno impresso. In assenza di tali elementi conoscitivi, è impensabile che soggetti qualificati formulino serie valutazioni, a cui fare seguire coerenti comportamenti: ai soci *outsider* non resterebbe che tornare ad assumere atteggiamenti passivi (19).

Il diritto all'informativa non esaurisce certamente il più ampio tema della tutela delle minoranze che, in sintesi, riguarda il livello di protezione offerto ai soci *outsider* nei confronti di azioni lesive dei loro interessi che possono essere attuate da parte chi detiene il controllo sull'impresa (*insider*). Le azioni di cui si parla (definite anche *expropriation* (20)) prendono le forme più diverse: accade così che i cosiddetti *insider*, sfruttando per lo più il potere di cui dispongono, pongono in essere particolari operazioni con il risultato di appropriarsi di una quota dell'utile aziendale non proporzionale alla partecipazione azionaria detenuta; che cedano il pacchetto di controllo aziendale a prezzi assai remunerativi, precludendo agli altri azionisti pari *chance* di "buona uscita"; che attuino operazioni di compravendita di beni aziendali in conflitto di interesse, ponendosi cioè controparte dell'impresa, o compiano altre operazioni che producono sempre lo stesso effetto: trarre un'utilità personale o diluire il valore economico delle azioni in mano alla mino-

(19) In un'intervista pubblicata sul Sole 24 Ore del 14 febbraio 1998, Hampel ha fatto notare che: "quando si parla di Corporate Governance si considera sempre la necessità che le imprese vengano gestite in modo trasparente per permettere al pubblico di giudicare ed evitare che un dirigente o un individuo domini al punto di urtare gli interessi degli azionisti o di chi è legato all'azienda".

(20) Il termine è stato usato da R. La Porta e F. Lopez de Silanes nello scritto, *Investor protection and corporate governance*.

ranza. Altre fattispecie comprendono poi rinunce a cogliere opportunità che si dischiudono all'impresa, per non pregiudicare interessi personali, oppure designare nelle posizioni manageriali persone vicine alla proprietà, a prescindere dalle loro reali capacità. Del resto nel secondo capitolo, trattando dei costi di agenzia, si era data evidenza come anche nelle *public companies* siano riscontrabili analoghe "inefficienze", le quali, nella fattispecie, vanno a tutto vantaggio del top management, ma non per questo sono meno lesive degli interessi degli investitori *outsider* (21).

Ed è proprio in questo senso che si usa parlare di "minoranza" anche in società ad azionariato diffuso, nelle quali, cioè, non sussiste un socio o una coalizione di soci tecnicamente definibile di controllo. Il concetto di "minoranza" ha indubbiamente un significato diverso nelle società ad azionariato diffuso rispetto a quelle a controllo precostituito, ma ciò non toglie che, in campo di tutela della minoranza, non si vuole tanto e solo porre l'accento su di un concetto di relazione (contrapposta alla maggioranza precostituita), quanto indicare aliquote di azionariato diffuso. In questa prospettiva, la tutela della minoranza consente di dare voce a plurime aggregazioni di investitori che, non necessariamente, occupano una posizione precostituita e stabile, per l'appunto di "minoranza", nella compagine azionaria (22).

(21) Al riguardo ha fatto osservare Luigi Spaventa nel corso del convegno, *Le nuove funzioni degli organi societari; verso la corporate Governance*, come le *stock option* recentemente incassate dai vertici di primarie *public companies* anglosassoni (segnatamente Vodafone e Marconi) hanno rappresentato atti di *expropriation* che, per la loro rilevanza, non hanno nulla da invidiare ad analoghe operazioni, assai discusse nel nostro Paese, poste in essere da società eterodirette, dominate cioè da un azionista di riferimento. Per un approfondimento si rinvia anche all'articolo di M. Niada, *Quei superbONUS che scatenano rivolte*, pubblicato su *Il Sole 24 Ore* del 14 agosto 2001.

(22) In tal senso si è espresso Pier Gaetano Marchetti in, *Atti del Convegno di Studio, La riforma delle Società Quotate*.

Ciò chiarito, è importante ricordare come tutte le manifestazioni di *expropriation* rappresentano per definizione un serio impedimento al funzionamento ed all'espansione dei mercati finanziari. Quanto più fragile è la protezione dei loro interessi, tanto più gli investitori *outsider* si mostreranno restii a finanziare il mercato dei capitali (di rischio e di prestito), ovvero a mettere a disposizione delle imprese le risorse monetarie occorrenti ai fini produttivi. Per converso, quando i finanziatori sono confidenti nella trasparenza della gestione e nella tutela delle loro ragioni, sono disponibili a riconoscere un valore per le garanzie di cui godono (23), rendendo in ultima analisi più conveniente l'emissione di azioni da parte delle imprese. La salvaguardia dei diritti dei soci *outsider* alimenta pertanto lo sviluppo del mercato dei capitali aziendali e ciò avendo riguardo a tutti i diversi parametri applicabili per la misurazione: capitalizzazione borsistica; popolazione delle società ammesse al listino; operazioni di aumenti di capitale offerte in borsa per numero e controvalore della raccolta; ritmi di privatizzazione delle società di proprietà pubblica.

È stato quindi osservato che *“tutela degli azionisti di minoranza [delle società che accedono al pubblico risparmio] e tutela del mercato sono due facce della stessa medaglia; sono, per così dire, due esigenze e due valori « condan-*

(23) Il valore di cui si tratta va a incidere, sino ad annullare, lo sconto di minoranza che, come si è avuto modo di commentare al precedente par. 2.4, esprime il minor apprezzamento dei titoli in mano agli azionisti *outsider* per compensare l'intrinseca vulnerabilità verso politiche attuate dall'azionista di maggioranza al solo scopo di aumentare il valore fruibile dal suo controllo. Sempre sull'argomento, Robert La Porta ed Altri, nel citato, *Investor protection and corporate governance*, osservano che il valore del premio di controllo è inversamente proporzionale al grado di tutela riconosciuto ai soci *outsider* nei confronti di possibili azioni di *expropriation*; in altri termini, esso è tanto più elevato quanto minore è la protezione offerta alle minoranze.

nati » ad essere perseguiti congiuntamente, perché esprimenti interessi largamente coincidenti” (24).

Quanto sin qui esposto necessita di qualche precisazione sulla figura dell'azionista di minoranza e sulla sua evoluzione nel tempo. Infatti, con l'ingresso tra i soci *outsider* dei fondi e degli altri investitori professionali, sta definitivamente tramontando la visione storica dell'azionista di minoranza come figura indistinta, di norma appiattita sulla nozione del piccolo risparmiatore. A ben vedere, nell'articolata figura dell'azionista di minoranza (25), solo nominalmente unitaria proprio perché indefinita, rientrano tutt'ora a pieno titolo i piccoli investitori privati, che seguitano ad operare sui mercati borsistico, anche se la loro presenza diviene progressivamente meno rilevante. Ed in effetti sarebbe per molti versi anacronistico continuare a considerare i mercati finanziari come masse amorfe ed anonime di risparmio, poco o per niente preparate e la cui tutela può essere soltanto imposta dall'esterno. Si dimentica, e torniamo al ruolo dirompente ricoperto dagli investitori professionali nel modificare il panorama generale, che queste masse di risparmio anonimo sono in gran parte intercettate e filtrate da intermediari specializzati, con una ben precisa fisionomia ed un considerevole potere di mercato. In questo senso, dunque, “*si deve rifuggire dall'idea populista per cui la tutela delle minoranze sia*

(24) Da A. Mazzoni, *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*.

(25) Commentando la situazione italiana, Montalenti ha individuato quattro figure nettamente distinte ma egualmente riconducibili alla indeterminata accezione “azionista di minoranza”. In sintesi, si tratta dell'*azionista minimo*, detentore di un numero esiguo di azioni, che non partecipa alle assemblee o lo fa solo in ragione di curiosità o di affezione personale; l'*azionista disturbatore*, figura ben nota a cui è difficile riconoscere un ruolo di *monitoring*; l'*azionista detentore di un pacchetto di qualche rilevanza*, in grado in talune occasioni di incidere sugli assetti del potere assembleare e, infine, l'*azionista di minoranza-investitore istituzionale*. V. P. Montalenti, *Corporate Governance: raccomandazioni Consob e prospettiva di riforma*.

un problema sociale, di generica difesa di « deboli ». Si tratta invece di un problema di efficienza delle imprese e dei mercati, di tutela del risparmio nel suo insieme, di un problema quindi di tutela del sistema, non di singole posizioni (26)".

In questo scenario gli investitori istituzionali — soggetti tendenzialmente portatori di un interesse sociale — sono in grado di mettere in campo tutte le forze e competenze di cui dispongono per difendere anche i diritti dei soci *outsider*, operando a tal fine pressioni sul vertice aziendale con un'intensità neppure lontanamente comparabile a quella singolarmente esercitabile da parte degli altri azionisti di minoranza (27). Quali investitori professionali che gestiscono una quota consistente del risparmio collettivo, essi sono in grado di intervenire sui media, promuovere incontri con il top management, dare impulso a dibattiti e diffondere una nuova cultura della *Governance*, favoriti in ciò anche dalle enormi potenzialità che sono oggi offerte da internet. Non da ultimo, essi detengono il potere di esercitare il loro dissenso attraverso il voto espresso in sede assembleare, anche se tale strumento viene ancora usato con una certa parsimonia, soprattutto da parte degli investitori istituzionali europei (28), mentre sta entrando con

(26) Dalla relazione dal titolo, *Corporate Governance*, presentata da P.G. Jaegher e P. Marchetti al Comitato Scientifico della Confindustria il 22 luglio 1977. Sull'argomento si rinvia anche all'articolo di Alessandro Penati, *Assemblée, aspettiamo ad abolirle*, pubblicato su Il Corriere della Sera del 5 novembre 2000.

(27) Secondo Mario Draghi, in *La Governance che fa bene all'impresa*, Il Sole 24 ore dell'11 aprile 2001, "Le norme poste a tutela degli azionisti di minoranza inducono tuttavia a ritenere che proprio agli investitori istituzionali il legislatore abbia affidato le sorti della democrazia societaria nel terzo millennio".

(28) Per quanto riguarda i principali interventi di attivismo dei fondi registrati in Italia nel periodo 1993 /1998 si rinvia all'analisi svolta da A. Cortesi e P. Musile Tanzi, in *Investitori istituzionali e corporate governance ecc*, cit. Per quanto concerne le vicende più recenti, si rinvia al sito di Assogestioni (www.assogestioni.it), che dà eco e pubblicità alle distinte iniziative intraprese a vario titolo dagli investitori istituzionali. A titolo esemplificativo, si portano all'atten-

maggiore decisione nella prassi statunitense; dopo essere stato avversato in passato proprio dalla Securities Exchange Com-

zione del lettore le “richieste di chiarimenti al mercato” formulate nell'estate del 2001 da Assogestioni (e diffuse tramite il proprio sito) con riguardo a due discusse ed importanti operazioni societarie.

In data 5 giugno è stata inoltrata una lettera al Presidente della SAI SpA, a firma del Segretario Generale di Assogestioni, al fine di « chiarire al mercato i processi decisionali che hanno condotto all'acquisizione di una quota di Fondiaria ... e di verificare attentamente le conseguenze che a norma di legge possono discendere a tutela di tutti gli azionisti SAI. ... Infatti la rapidità della decisione di acquisto appare in contrasto con le strategie di crescita illustrate in più occasioni al mercato, alle quali gli azionisti di SAI hanno finora fatto riferimento ... ora l'acquisizione del 29% di una compagnia assicuratrice con un premio del 55,7% rispetto ai valori di mercato è stata valutata e decisa in brevissimo tempo, con il rischio di sottovalutare gli interessi di lungo periodo degli azionisti di SAI ... ci si chiede quando e in quali forme verrà data comunicazione al mercato delle valutazioni e dei progetti che la sostanziano nel merito, al riguardo auspicando che tale comunicazione sia tempestiva e dettagliata. ... Si ritiene infine doveroso che il Consiglio di Amministrazione e l'Autorità di Controllo del mercato valutino con la dovuta attenzione se i processi decisionali posti a base dell'acquisizione non si configurino come un comportamento concertato con alcuni specifici partecipanti al capitale di Fondiaria SpA, rendendo perciò necessaria un'Offerta Pubblica di Acquisto rivolta a tutti gli azionisti di SAI SpA [Sulla richiesta di OPA V. anche *Infra* Tab. 3.3 in par. 3.3, ndA] ».

L'altra richiesta di chiarimenti è stata formulata nei confronti del Presidente della Olivetti SpA, con lettera del 5 settembre 2001, per fare presente come « ad avviso di questa Associazione le consistenti perdite del titolo Olivetti SpA nelle ultime giornate di contrattazione sono ascrivibili soprattutto all'assenza di sufficienti informazioni circa le nuove strategie del gruppo e circa il piano industriale che possano giustificare la richiesta al mercato di nuove risorse finanziarie. Siamo certi che l'esigenza manifestata di informare il mercato entro tempi brevi e nelle sedi opportune, anche al fine di prevenire il diffondersi di notizie imprecise e potenzialmente dannose per l'immagine ed il valore dell'intera azienda, sarà prontamente accolta dal Consiglio di amministrazione da Lei presieduto ».

Per completezza si segnala che nel sito web di Assogestioni sono altresì riportate le risposte fornite dai Presidenti delle due Società con comunicazioni, rispettivamente, dell'8 giugno e del 6 settembre 2001.

mission (SEC), la quale temeva un'indebita ed eccessiva ingerenza degli intermediari finanziari nella gestione delle imprese (29).

Tornando ai giorni nostri, si segnala come nel corso del 2000 CalPERS (Californian Public Employees' Retirement System) — il fondo pensione dei lavoratori pubblici califor-

(29) Mark Roe, nello sviluppare la sua tesi sulla separazione tra proprietà e controllo in chiave di paradigma politico, alternativo cioè al paradigma della naturale evoluzione economica (V. *Supra* par. 2.3), ha ricordato come nel corso degli anni '30 alcuni fondi avevano iniziato a svolgere funzioni di controllo, partecipando attivamente alla conduzione d'impresa e riorganizzando società in crisi. La normativa fiscale nel 1936 e, soprattutto, l'Investment Act del 1940 li indussero a porre fine precipitosamente a tale attività. È curioso osservare come l'attivismo dei fondi comuni di investimento sia stato bloccato proprio quando Bearle e Means avevano appena dimostrato che l'eccessiva frantumazione della proprietà azionaria aveva completamente trasferito il potere dagli azionisti ai manager, ma, ha notato Roe, "alcuni importanti esponenti politici volevano comunque porre fine al controllo esercitato dai fondi comuni di investimento (e dai banchieri) sulle imprese industriali... Nel 1940 la SEC fu incaricata dal Congresso di redigere una versione provvisoria del Company Act in materia di regolamentazione dei fondi comuni di investimento. La SEC dichiarò, annunciando la proposta di legge, che l'« interesse pubblico è in pericolo quando le società di investimento sono di grandi dimensioni e possono esercitare eccessiva influenza sull'economia nazionale ». Nel 1935, 56 società di investimento controllavano 187 società in portafoglio. La SEC ammetteva che l'esercizio del controllo da parte del fondo comune avrebbe potuto ridurre i problemi informativi e organizzativi che spesso emergono dalla frantumazione diffusa della proprietà azionaria; potendo contare su un personale specializzato, il fondo avrebbe avuto le capacità tecniche, le motivazioni e l'interesse necessari per il miglioramento della conduzione d'impresa. Però, gli aspetti negativi di un ampio potere concesso ai fondi comuni superavano quelli positivi. La SEC preferiva che i dirigenti dei fondi si tenessero lontani dai consigli di amministrazione di tutte le società in portafoglio; si ventilava una separazione simile a quella contemplata nel Glass-Steagall Act. Si voleva imporre il limite di 150 milioni di dollari sulle attività del fondo. Infine, la SEC venne a compromessi con i fondi comuni di investimento, ma riuscì ad ottenere una sostanziale separazione dei fondi dalle società di cui erano azionisti". (Da M. Roe, *op. cit.*, pag. 141).

niani che con oltre 170 miliardi di dollari investiti in circa 1.600 società rappresenta per dimensione il primo fondo americano — ha manifestato il suo dissenso nel 36% delle assemblee delle società statunitensi alle quali ha partecipato (nel 19% dei casi ha votato contro la proposta del consiglio di amministrazione e nel 54% dei casi ha appoggiato liste contrarie alla maggioranza) ed ha assunto un analogo critico comportamento nel 28% delle assemblee delle società non statunitensi (rispetto al 19% dell'anno precedente). Il dissenso espresso in assemblea viene sempre fatto precedere da una lettera al top management della società emittente per comunicare i motivi della decisione. Nel rispetto del principio della *accountability*, il sito web di CalPERS fornisce ampia informativa di come il fondo pensione ha esercitato i diritti legati al possesso azionario (*Shareowner Action*): annualmente viene riportata la lista (*VAM - Votes Against Management*) delle società oggetto di giudizio negativo, indicando le proposte contestate e le ragioni del voto contrario. Altre pagine illustrano più analiticamente le battaglie in corso a difesa dei diritti dei soci *outsider*, a cui tra l'altro viene espressamente chiesto il rilascio della delega per farsi rappresentare in assemblea (*CalPERS Focus List*) e, infine, l'elenco cronologico delle principali proposte avanzate dal fondo nell'ultimo decennio e l'esito ottenuto (*CalPERS Shareowner Proposal*) (30). Sul fronte dell'attivismo si muovono

(30) Per una consultazione completa V. www.calpers.governance.org. Osservando l'elenco delle circa 100 principali proposte assembleari formulate da CalPERS nel periodo 1987/2000 e riportate nel dettaglio "*CalPERS Shareowner Proposals*", si osserva che, sino ai primi anni '90, esse erano prevalentemente volte ad annullare le misure *antitakeover* (*Anti Poison Pill*) in precedenza assunte dalle società. A partire dal 1992 l'iniziativa del fondo pensione ha avuto per oggetto pressoché esclusivamente il miglior funzionamento dell'organo amministrativo: sfiducia e richiesta di sostituzione del consiglio di amministrazione (36%); maggioranza di consiglieri indipendenti (24%); presenza di un presidente indipendente non operativo (18%); istituzione di comitati all'interno del consiglio di amministrazione (9%).

con grande energia anche nuove figure di consulenti, recentemente apparsi nel panorama statunitense, che assistono i gestori dei fondi ed altri investitori professionisti nel processo di analisi e selezione delle imprese candidate, di monitoraggio e sistematica valutazione delle loro performance, dedicando particolare attenzione all'aspetto della correttezza ed affidabilità delle strutture di governo economico adottate. Questi consulenti super specializzati — che agiscono in sostanza come *advisor* indipendenti dei principali investitori e come tali garantiscono anche la “lealtà” degli intermediari (specie se appartengono ad articolati gruppi finanziari) in situazioni che potrebbero vederli in potenziali conflitti di interessi (31) — dedicano grandissima attenzione al profilo della comunicazione, per illustrare l'attività di stimolo e sollecitazione svolta a tutti i livelli nei confronti delle imprese emittenti perché diano attuazione a “*corporate governance strategies addressing shareholder needs*” (32).

Sebbene il diritto di voto esercitato dagli investitori professionali sia raramente risultato determinante per imporre in sede assembleare il punto di vista del mercato — e poi nelle società a controllo chiuso il voto contrario degli intermediari non può per definizione ribaltare maggioranze precostituite — sarebbe peraltro errato decretarne frettolosamente la sostanziale inutilità. Esso costituisce un forte ed inequivocabile segnale di dissenso spedito al vertice delle società emittenti da

(31) Sul tema del conflitto di interessi degli intermediari finanziari V. *Supra* 2.4 e *Infra* 4.2.

(32) Si vedano per tutti i siti web : www.davisglobal.com. e www.lens_inc.com. In particolare quest'ultimo advisor così definisce la propria missione: “There are companies that perform poorly and are badly governed. LENS “focuses” on these companies, invests, negotiates and effects change. It is the agent of turnaround in the post take-over era. The partnership's funding is provided by institutional investors with indexed or broadly diversified equity holdings; and its general partners are compensated only to the extent that they “turnaround” focuses companies sufficiently to outperform market indices. LENS is itself designed to minimize agency cost for its own investor”.

parte di attori primari, che guidano quote considerevoli del risparmio collettivo: la possibilità che questi esprimano in assemblea il loro voto contrario funge comunque da importante deterrente, che non può essere ignorato da parte di chi si rivolge al mercato finanziario e non può permettersi di vedere messa in discussione la propria reputazione.

Del resto, a prescindere da casi estremi quali clamorose bocciature assembleari o repentini crolli nel corso dei titoli, di cui peraltro si dirà in seguito (33), non si può fare a meno di considerare come i meccanismi di dissenso che prendono corpo e si diffondono su iniziativa degli investitori professionisti vanno inevitabilmente a formare il giudizio del mercato, che non sempre ha la « memoria corta » come talvolta si vorrebbe far credere (34).

3.3. La Corporate Governance nella prospettiva di globalizzazione dei mercati finanziari

Alla luce di quanto illustrato, si può affermare che i mercati, ancorché efficienti per strutture e condizioni di fun-

(33) V. *infra* par. 4.1.

(34) Scrive Marco Onado nell'articolo, *Finanza una prova di maturità*, pubblicato su *Il Sole 24 ore*, del 1° marzo 2001 "Nella polemica sulla capacità dei gestori di dare un vero valore aggiunto, questo aspetto [di moralizzazione del mercato] dovrebbe in qualche modo essere tenuto in considerazione. Il problema non si può ricondurre solo alla capacità dei gestori di fare meglio del benchmark; l'esperienza di tutti i Paesi, a cui l'Italia non si sottrae, dimostra che il patrimonio degli azionisti di minoranza (in un certo senso il benchmark) viene tutelato al meglio attraverso l'intervento dei grandi gestori internazionali".

Sempre in tale senso si è espresso il Prof. Mario Arcelli nella Relazione sull'anno 2000 di Assogestioni (rel. cit.): "L'industria del risparmio gestito manifesta il ruolo rilevante che ha sotto un duplice profilo: nella tutela del risparmiatore e nella efficiente canalizzazione di mezzi finanziari verso gli investimenti, a fondamento di un elevato sviluppo. La soddisfazione di queste esigenze ed il mercato alimentano ed impongono una continua innovazione".

zionamento, rispondono alla domanda di capitali da parte delle imprese a condizione che i sistemi di governo aziendale diano sufficiente affidamento agli investitori *outsider* del fatto che i loro interessi siano adeguatamente tutelati. Nel prestare la loro fiducia, questi non possono fare a meno di prendere in considerazione la disciplina societaria, specie per il ruolo che essa può svolgere a protezione delle minoranze sotto i profili della trasparenza e del controllo dei fatti aziendali. Il giudizio del mercato, inoltre, si concretizza prevalentemente attraverso i giudizi degli investitori istituzionali, in quanto l'investimento collettivo e aggregato diviene la forma d'elezione d'impiego dei risparmi dei singoli. Da quest'insieme di considerazioni, gli intermediari specializzati, capaci tra l'altro di esercitare un'attività di monitoraggio sui fatti aziendali resa in passato illusoria dalla frantumazione degli investimenti azionari, faranno poi discendere i criteri allocativi seguiti per impiegare e distribuire le masse amministrate tra i diversi mercati finanziari locali, che sono oggi in concorrenza tra loro nell'attrarre risorse.

La crescente attenzione prestata alle questioni di *Corporate Governance* — a cui fa seguito la necessità di attuare incisivi interventi nella direzione di un continuo affinamento dei sistemi di governo aziendale — trova pertanto un'inarrestabile forza propellente nella globalizzazione del mercato finanziario. Le imprese che non si dotano di soddisfacenti regole di governo economico sono inevitabilmente destinate a declinare nel mercato globale (35). Ma lo sono del resto anche quei mercati finanziari locali disciplinati da sistemi giuridici che ignorano le più elementari istanze degli investitori professionisti, i quali chiedono una maggiore protezione per le attese di cui si fanno portatori. Non per altro i mercati che sottovalutano tali richieste sono destinati ad accumulare un pesante *handicap* nel trattenere i capitali investiti e, a maggior

(35) Così scrive M. Roe, "Firms, that have weak governance systems should, in the long run, decline", in *Chaos and Evolution in Law and Economics*.

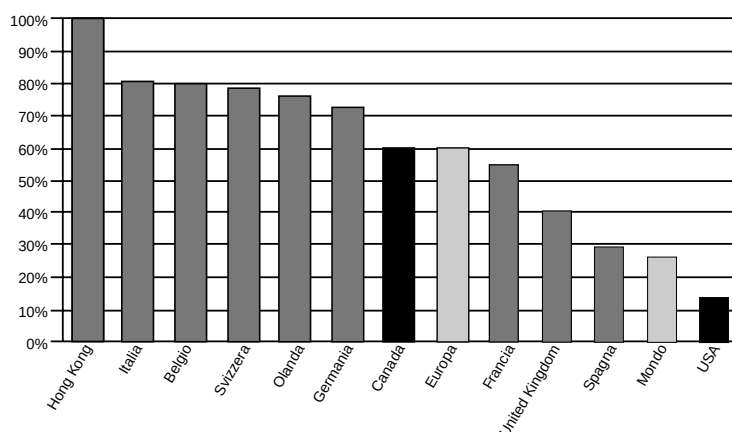
ragione, nell'attrarne di nuovi dall'estero. Nel primo come nel secondo caso, occorre sempre aver presente che, tanto le imprese, quanto i sistemi economici locali, sono in competizione nell'acquisire capitali, che non conoscono più frontiere per i loro spostamenti. Il progresso tecnologico ha svolto un ruolo cruciale al riguardo, offrendo in primo luogo ai principali *player* strumenti tecnologici unificanti, che rendono possibile trasferire da un mercato all'altro ingenti volumi di risparmio gestito a condizioni di assoluta efficienza per quanto riguarda tempi, costi e sicurezza dei flussi in movimento.

Per dare un'idea del fenomeno della globalizzazione dei mercati finanziari è sufficiente, come sempre, esaminare i mutamenti che hanno interessato i principali attori. Il riferimento è al grado di internazionalizzazione raggiunto dai principali fondi di investimento, intendendo con ciò l'adozione di politiche di diversificazione tra i diversi mercati locali seguite nei processi allocativi dei capitali gestiti. In proposito, si rinvia ai dati tratti da una recente ricerca (36), secondo la quale risulta che questi intermediari specializzati investono fuori dai mercati domestici di riferimento quote crescenti del risparmio gestito, con percentuali mediamente oscillanti tra il 60% e l'80% delle masse complessivamente raccolte. In questo *range* i fondi italiani si attestano sul limite superiore (37). Nel panorama internazionale, fanno eccezione i fondi statunitensi, che investono al di fuori del mercato locale solo una quota prossima al 15% del risparmio in gestione; ma ciò è dovuto alle dimensioni del loro mercato nazionale, l'unico in grado di reggere i volumi quotidianamente movimentati da questi grandissimi investitori.

(36) Cfr. *The European Investment Fund Market in 2000*, cit.

(37) Commentando il caso italiano, si legge in *Capitali senza frontiere*, di E. Marchesini, in *Il Sole 24 ore* del 25 novembre 2000: "Gli italiani sono forti consumatori di prodotti esteri ... una delle prime regole di investimento è quella di una buona ed efficace gestione del portafoglio: ma come si fa a diversificare senza investire all'estero, visto che nell'indice mondiale Msci l'Italia pesa circa il due per cento".

Tavola 3.7. — Il grado di internazionalizzazione dei fondi nelle diverse nazioni (in % sul totale gestito)



Attraverso l'internazionalizzazione dei loro portafogli, i *global player*, basandosi su conoscenze e risorse professionali di cui dispongono, sfruttano le varie opportunità di investimento che si presentano nei diversi mercati locali, sistematicamente tenuti sotto controllo. Da tale politica, essi si attendono ritorni nel complesso relativamente più stabili, attenuando per quanto possibile gli andamenti (i cosiddetti picchi) congiunturali, di norma riscontrabili in misura più accentuata a livello di singolo sistema economico/mercato. Essi, inoltre, sono costantemente alla ricerca di mercati sottoperformanti, che in prospettiva possono offrire ragionevoli previsioni di crescita dell'indice generale azionario e, pertanto, consentono di realizzare rendimenti altrimenti difficilmente ottenibili su mercati più sviluppati e maturi (38).

(38) Come si avrà modo di approfondire nel seguito, il costo del capitale nei mercati finanziari "autarchici", cioè relativamente isolati, è sempre maggiore di quello praticato sui mercati più sofisticati. A seguito della globalizzazione, i mercati locali più promettenti tendono ad essere inseriti nei circuiti finanziari internazionali ed il costo del capitale azionario "domestico" tende a decrescere, portandosi rapidamente su livelli prossimi a quello in uso negli altri mercati. Ciò

La concorrenza dei sistemi economici e degli ordinamenti nazionali

È cosa risaputa che, in uno scenario sempre più globale, il benessere dei sistemi economici locali dipende dalla capacità di accedere al capitale internazionale. Ma questa capacità è indissolubilmente legata alla competitività del sistema-paese, che si esprime anzitutto nella concorrenzialità delle imprese e dei mercati finanziari locali. Le nazioni, pertanto, premono sulle imprese e sui mercati finanziari perché, per quanto di loro competenza, intraprendano un generale processo di miglioramento delle varie questioni che danno contenuto alla *Corporate Governance*, adottando quindi modalità di comportamenti coerenti con tale scopo e fornendosi di regole destinate a assicurare i capitali in cerca di impiego (nazionali ancor prima che internazionali) sull'affidabilità dell'investimento nel mercato locale. Dal canto loro, le autorità dei diversi Paesi hanno imparato che la concorrenzialità del sistema-paese dipende anche dalla concorrenzialità degli ordinamenti giuridici e fiscali domestici (39). In questa sede si svilupperà prevalentemente il primo aspetto menzionato, ma non si può comunque fare a meno di osservare come il fenomeno della competizione fiscale tra le diverse nazioni stia assumendo proporzioni davvero inimmaginabili (si ha competizione fiscale quando le autorità nazionali riducono le aliquote o formulano criteri di determinazione delle imposte con il fine di attrarre basi imponibili o di evitarne l'uscita) e rappresenta oggi una leva primaria per accrescere l'attrattività del mercato finanziario locale (40). Ma andiamo con ordine.

rappresenta un'opportunità unica per quegli intermediari stranieri che erano già entrati in quel mercato finanziario avendo in precedenza acquistato titoli a prezzi "convenienti".

(39) Cfr. *L'audizione del Direttore Generale del Ministero del Tesoro* (10 dicembre 1997).

(40) Sono molteplici le forme assunte dalla concorrenza fiscale. Per quanto riguarda gli investimenti finanziari, vi sono in al-

La presenza di un mercato finanziario sviluppato promuove la crescita economica di una nazione operando su più elementi (41). In primo luogo, un mercato vivace incentiva l'ulteriore formazione del risparmio, che trova interessanti opportunità di valorizzare il capitale a condizioni di rischio accettabili. In secondo luogo, un mercato finanziario sviluppato ed efficiente è in grado di canalizzare il risparmio verso la cosiddetta "economia reale" e viene alimentato il processo di accumulazione delle risorse verso gli investimenti più produttivi. A ciò dovrebbe accompagnarsi il diritto riservato ai fornitori di capitale di esercitare un'attività di monitoraggio e di controllo sulle iniziative da finanziarie: in questo senso, pertanto, un mercato sviluppato indirizza i flussi di capitale verso gli impieghi più vantaggiosi e, conseguentemente, migliora l'efficienza allocativa delle risorse a livello generale di sistema (42).

cuni Paesi sostanziali esenzioni dei rendimenti di alcuni impieghi del risparmio, mentre in altri Paesi, come nel nostro, è stato introdotto un sistema di tassazione dei redditi da capitale ad aliquota ridotta, associato ad un'attenzione particolare per gli investimenti effettuati dai non residenti. Per quanto concerne invece la tassazione del reddito di impresa, è evidente in tutti i Paesi la ricerca di soluzioni che non penalizzino le imprese nazionali, da un lato, e, dall'altro, non provochino fenomeni di delocalizzazione produttiva. Del resto è risaputo che alte aliquote costituiscono un forte incentivo allo spostamento dei profitti verso Paesi a bassa fiscalità. Si consideri poi come alte aliquote fiscali sono rilevanti nelle decisioni di carattere finanziario, in quanto incentivano il ricorso al debito quando è consentita la piena deducibilità degli interessi passivi (e questa considerazione contribuisce a spiegare alcune caratteristiche storiche della struttura finanziaria delle nostre imprese). Per un approfondimento, si consulti R. Artoni, *Disarmonie fiscali e sviluppo economico*.

(41) Da, *Investor protection and corporate governance*, di R. La Porta e altri, cit.

(42) Commentando l'introduzione dell'euro e l'unificazione del mercato europeo dei capitali, Penati ha scritto "La maggiore mobilità dei capitali ha quindi significato una concorrenza maggiore nel mercato dei diritti di proprietà. La concorrenza mette sotto pressione le persone. Questo ha fatto sì che, mediamente, l'efficienza nell'utilizzo del capitale sia aumentata: perché le tecniche gestionali migliorano

Nel promuovere la crescita del sistema economico nazionale, lo sviluppo del mercato finanziario estende i suoi effetti oltremodo positivi anche al mondo delle imprese, da cui poi in ultima analisi dipende il benessere della collettività locale. Infatti le aziende correttamente gestite e trasparenti possono raccogliere all'esterno i capitali occorrenti ai fini produttivi a condizioni competitive, sia che si tratti di prestito, sia di *equity*. All'interno del mercato finanziario, l'espansione del comparto azionario produce un aumento del valore borsistico delle aziende emittenti e dischiude l'opportunità di collocare i loro titoli — con aumenti di capitale o offerte iniziali di vendita — a prezzi davvero vantaggiosi. Il favorevole accesso alle diverse forme di finanziamento consente alle imprese di attrezzarsi munendosi di una struttura finanziaria di volta in volta ritenuta ottimale in ragione delle specifiche esigenze. A questo proposito, un mercato finanziario evoluto agevola tra l'altro il ricambio delle strutture di controllo delle imprese meno efficienti e ricerca un migliore assetto proprietario; rende possibile i processi di ristrutturazione finanziaria d'imprese altrimenti destinate al declino; permette la progressiva "liberalizzazione" / "aziendalizzazione" di quote sempre più ampie del sistema industriale in mano pubblica alimentando la domanda dei titoli offerti dalle privatizzazioni, e così via discorrendo (43).

nel tempo; perché il mercato unico europeo impone obiettivi di redditività uniformi e l'utilizzo delle risorse per generare valore". Alessandro Penati, in *Liberalizzazione e Corporate Governance*.

(43) "La tecnica migliore per privatizzare, dove il mercato lo consente, è l'offerta pubblica di azioni", osserva al riguardo Domenico Siniscalco, che successivamente precisa, "grazie al decentramento della proprietà, le imprese privatizzate hanno migliorato grandemente l'efficienza e la competitività ed i Paesi che hanno privatizzato hanno fortemente ridotto il debito pubblico". Da *Privatizzazioni difficili*, di D. Siniscalco, B. Bortololotti, M. Fantini e S. Vitalizi. Con riguardo al contesto nazionale, Giavazzi ha così descritto il ruolo svolto dalle privatizzazione nel definire l'intenso dinamismo che pare oggi caratterizzare il nostro sistema economico: "Quel che oggi accade non sarebbe possibile se ENI fosse ancora il colosso petrolchimico pub-

Si osserva inoltre come un mercato finanziario locale vivace ed in espansione origina considerevoli entrate tributarie per il gettito delle imposte dirette sui *capital gain* e, in generale, sui cosiddetti guadagni di borsa (44).

Le autorità nazionali hanno compreso l'importanza di aprire i mercati locali agli investitori stranieri ed hanno accompagnato l'inarrestabile fenomeno della globalizzazione eliminando i vincoli e le restrizioni che ostacolavano, all'interno del sistema domestico, la libera circolazione dei capitali esteri.

Le imprese emittenti i titoli quotati, persino quelle che si sono sempre rivolte ai mercati azionari domestici, desiderano ora internazionalizzare i propri assetti azionari, al fine di aumentare la liquidità dei titoli e abbassare il costo della raccolta del capitale.

Si segnala inoltre come, secondo studi di matrice finanziaria, la competitività del mercato locale in un regime di completa liberalizzazione comporta, nel medio termine, una riduzione del costo del capitale di rischio anche a livello aggregato di sistema-paese (*country's cost of equity capital*) (45).

blico che era solo 5 anni, la Telecom apparterebbe ancora all'IRI ed ENEL non fosse stata obbligata a cedere parte delle sue centrali elettriche per liberalizzare il mercato. Si impone ora una nuova ondata di privatizzazioni. Se davvero il Governo crede al mercato, chiuda ora la triste vicenda Alitalia vendendo l'azienda al miglior offerente e poi collochi in Borsa la parte di Finmeccanica ancora detenuta dal Tesoro." Da C. Giavazzi, *Grande partita tutta italiana*, in *Il Corriere della Sera* del 29 luglio 2001.

(44) Si segnala in proposito come il momento negativo vissuto dal mercato borsistico nazionale nella prima parte del 2001 abbia praticamente azzerato l'imposta sostitutiva sui fondi d'investimento che, nell'anno precedente, aveva contribuito a generare importanti entrate fiscali. In particolare, nei primi due mesi dell'anno le entrate per l'imposta sostitutiva sono scese a soli 49 miliardi di lire, contro i 13.282 miliardi di lire (meno 99,6%) dell'analogo periodo dell'anno precedente. A seguito di ciò le entrate tributarie dei mesi di gennaio e febbraio 2001 sono ammontate a 85.210 miliardi di lire, in luogo dei 97.353 miliardi dei mesi di gennaio e febbraio 2000.

(45) Fa presente al riguardo P.Blair Henry come il *country's cost of equity capital* dipende dai medesimi componenti che definiscono il

Le implicazioni, che hanno ottenuto evidenze empiriche, sono di tutto rispetto. In particolare, ad una riduzione del costo domestico dell'*equity* per effetto di generalizzate aspettative di una rapida crescita di capitali di provenienza estera fa seguito — a parità di performance aziendali e quindi in costanza di *payout* attesi — un incremento dell'indice generale borsistico e del valore di capitalizzazione delle società quotate. Oltre a ciò, è atteso uno sviluppo nella politica nazionale degli investimenti. Infatti è ragionevole prevedere un cospicuo aumento delle risorse destinate a finanziare nuovi investimenti aziendali, poiché progetti di investimento, che prima della diminuzione del costo domestico del capitale di rischio presentavano valori attuali netti negativi ($NPV < 0$), si trasformerebbero in progetti economicamente validi (con $NPV > 0$), proprio per effetto della variazione del saggio in parola.

Nel descritto scenario di globalizzazione finanziaria e di declino della presenza pubblica nell'economia, le nazioni devono quindi inevitabilmente porsi il problema dell'adeguatezza degli ordinamenti legislativi e delle sottostanti linee ispiratrici, in vista di assicurare l'efficienza del mercato finanziario e la protezione degli investitori *outsider*. Gli strumenti legislativi a tutela degli azionisti di minoranza risultano ancora necessari nei sistemi economici dove storicamente permangono interessi

costo del capitale di rischio a livello aziendale: il *free risk rate* e il premio per il rischio. La liberalizzazione del mercato finanziario — ed il conseguente afflusso di capitale dall'estero — dovrebbe ridurre il costo dell'*equity* a livello complessivo di Paese, in quanto: a) l'acquisto di titoli azionari da parte di investitori esteri favorisce la ripartizione del rischio tra residenti e stranieri: questa suddivisione del rischio dovrebbe rispecchiarsi in una contrazione del relativo premio, e b) l'aumento della liquidità del sistema derivante dai flussi di provenienza estera dovrebbe agire su entrambe le ricordate componenti del rischio: il *free risk rate* ed il premio per il rischio. Peraltro l'Autore sottolinea come talvolta la liberalizzazione del mercato finanziario può comportare un aumento del *free risk rate* (mai del premio per il rischio singolarmente considerato) se, a seguito della liberalizzazione del mercato finanziario, i residenti investono all'estero in misura superiore di quanto fanno gli investitori stranieri sul mercato locale.

deboli che devono essere salvaguardati; ma ciò non significa che, anche nei sistemi più evoluti e tradizionalmente attenti alle istanze dell'economia di mercato, un corpo di regole snelle improntate al principio della tutela dei diritti degli investitori non abbia aiutato il mercato dei capitali azionari a funzionare meglio e lo mantenga a tutt'oggi lungo un sentiero di continuo sviluppo, altrimenti difficilmente prospettabile in una situazione di totale assenza di regole.

Gli ordinamenti locali — sia pure con intensità diversa a secondo delle differenti situazioni di partenza — devono farsi carico di allineare i diritti del mercato mobiliare e le norme societarie in materia di *Governance* ai migliori standard praticati a livello internazionale. A questo riguardo, si considerino le disposizioni volte a rafforzare i diritti all'informazione, nonché quelli partecipativi e di monitoraggio — di *constraint* — esercitabili da parte dell'azionariato diffuso e degli investitori istituzionali, i quali, svolgendo la funzione di stimolo di cui si è detto, accrescono la fiducia dei singoli e del sistema nell'investimento sul mercato azionario. Ma, oltre ai predetti diritti, non si possono trascurare quelli di *exit*: il riferimento è alle misure volte a contrastare seriamente il dannoso fenomeno dell'*insider* o ai provvedimenti destinati a garantire parità di trattamento per tutti gli azionisti in occasione di offerte pubbliche di acquisto o altre circostanze suscettibili di influenzare significativamente i corsi dei titoli (46). Alle autorità nazionali è dunque chiesto

(46) Trattando le possibili asimmetrie informative, la stampa nazionale ha dato ampio risalto alla necessità di fornire adeguata e completa comunicazione al mercato delle scadenze sulle clausole di *lock up*, previste nell'ambito di operazioni di finanzia straordinaria e che impediscono agli *insider* di vendere le loro azioni prima di un certo termine. La necessità di pubblicizzare adeguatamente i *lock up* dipende dal loro potenziale negativo sui titoli, sovente poco trattati, e dall'opportunità di garantire parità di trattamento a tutti gli investitori riguardo a operazioni di questo tipo (*price sensitive*). Il problema si è posto in tutta la sua rilevanza per il Nuovo Mercato italiano nei primi mesi del 2001, in occasione di una significativa serie di scadenze pressoché contempora-

di delineare un quadro di riferimento normativo compatibile con le esigenze degli operatori economici, all'interno del quale essi, che operano su scala mondiale, possono trovare rassicuranti condizioni, relativamente omogenee tra i diversi mercati, sulla correttezza e sulla trasparenza di « regole del gioco » eguali per tutti gli attori.

Non si vuole con questo evocare il passaggio da un "dirigismo economico" ad un "dirigismo normativo", entrambe forme di un interventismo pubblico oggi anacronistico: con la globalizzazione dei sistemi economici le autorità statali hanno infatti progressivamente perso il controllo dell'attività economica (47) ed è impensabile immaginare una totale in-

nee (V. A. Penati, *Nuovo Mercato, Trasparenza ancora lontana*, Il Corriere della Sera del 14 gennaio 2001 e A. Olivieri, *Il Nuovo Mercato, regno del day-trader*, Il Sole 24 Ore del 25 gennaio 2001).

Un significativo esempio di disparità informativa tra diversi mercati finanziari si è registrato con riguardo all'operazione di acquisto dell'Olivetti nell'estate del 2001. I dettagli sul patto di sindacato tra Pirelli e Benetton sono stati appresi a sorpresa nell'archivio telematico della SEC, che ha pubblicato integralmente il patto; dette comunicazioni si sono poi riflesse negativamente sui corsi azionari. È curioso al riguardo osservare che la piena trasparenza è stata fornita dall'Autorità per la borsa statunitense, malgrado tutti i soggetti coinvolti fossero italiani. Si apprende da Il Sole 24 Ore del 17 agosto 2001, "Sulla pubblicazione dei nuovi particolari del patto c'è infine da registrare un piccolo giallo. Come richiede la legge, l'intero patto, completo di ogni particolare è stato inviato alla Camera di Commercio di Milano e quest'ultima lo ha collocato sul suo sito Internet ma, a parte la difficoltà di accesso, si tratta di un'informazione data a pagamento. Quanto alla CONSOB, la Commissione di controllo non dà il suo preventivo benestare alla pubblicazione degli estratti che, dopo qualche tempo vengono inseriti nella sua banca dati. E quello di Pirelli - Benetton, ad esempio, ancora non vi compare". Ben diverso quindi il ruolo svolto dalla SEC. Poiché Telecom è quotata a New York, i suoi assetti di controllo sono soggetti ai più elevati standard di trasparenza della Borsa statunitense. E sul sito della SEC già da alcuni giorni qualunque investitore poteva facilmente reperire, senza alcuna spesa, il patto di sindacato Pirelli - Benetton, compresi dunque i particolari che mancavano nell'edizione italiana)".

(47) Così scrive Gianfranco Imperatori: "Sono convinto che quella combattuta tra i governi sia, in un certo senso, una corsa con

versione di tendenza, sebbene non sono mai esclusi pericolosi colpi di coda, che prendono la forma di provvedimenti destinati a ritardare, per quanto possibile, la piena liberalizzazione del sistema economico (si pensi all'utilizzo della *golden share*, alle barriere legali, quali licenze o regolamenti, introdotti con l'unico scopo di facilitare le difese delle società nazionali da attacchi esterni o, ancor più grave, alla recente vicenda sull'OPA europea ricordata nella Tab. 3.2).

Tabella 3.2. — La bocciatura dell'OPA europea

Con la decisione del 4 luglio 2001, il Parlamento europeo ha in un sol colpo vanificato il lungo e travagliato cammino (12 anni) che ha preceduto la redazione della direttiva europea sull'OPA, che sarebbe dovuta entrare in vigore nel 2006. La direttiva, che di fatto accentuava la « *passivity rule* » limitando le reazioni delle emittenti sottoposte a scalata, era stata da sempre aspramente osteggiata dalle autorità tedesche, preoccupate che tale provvedimento introducesse elementi destabilizzanti nello stagnante mercato locale dei capitali di controllo aziendale e agevolasse eccessivamente le scalate ostili, specie in futuro, quando, per effetto della riforma tributaria di Schroeder volta ad eliminare le partecipazioni incrociate, verrà meno questa forma di protezione di cui ancora oggi godono le grandi imprese tedesche. In un articolo dal titolo, *OPA manager e ragioni di industria*, comparso su, *Il Corriere della Sera*, 10 giugno 2001, Mario Talamona, dopo aver ricordato che il contrasto sulla delibera verteva proprio sulle azioni difensive (*poison pills*) a disposizione dell'emittente attaccata, osservava, prima quindi della clamorosa ed inaspettata bocciatura, « *come proprio in questi giorni si assiste al caso Volkswagen, dove*

il «pedale sul freno», una battaglia di retroguardia, nel senso che l'aumento della mobilità dei capitali a questo punto è inevitabile : non si può tornare indietro e la pressione sarà fortissima. Un esempio che considero uno spartiacque è il fatto che per la prima volta nella storia Vodafone sia riuscita a comprare, tramite una scalata ostile, un'impresa tedesca come la Mannesmann contro l'opposizione dichiarata del Cancelliere Schroeder. Questo è stato possibile perché la pressione degli investitori istituzionali internazionali, che detenevano la maggioranza di Mannesmann, ha votato a favore del management di Vodafone. È uno spartiacque, perché se si può scalare e vincere in Germania contro il Cancelliere tedesco e contro un'impresa tedesca, allora si possono fare tante cose».

le critiche degli investitori istituzionali e dei piccoli azionisti non hanno smosso il management (sostenuto dal 20% in mano al Land della Bassa Sassonia) dal progetto di buyback, cioè di riacquisto del 10% delle azioni ordinarie, dimostrando l'importanza della posta in gioco: anche sul piano della cultura societaria".

In un editoriale dal titolo, *L'Italia tra rischi ed opportunità*, comparso su, *Il Sole 24 Ore*, 7 giugno 2001, Cerretelli aveva messo in luce i pericoli che avrebbe corso l'Italia nelle more dell'entrata in vigore della direttiva europea sull'OPA (2006), in quanto il nostro Paese si era già dotato di una legislazione liberista sull'OPA, a differenza di altri paesi, come Francia, Belgio, Olanda e Spagna, dove permangono misure restrittive a livello legislativo o meglio, perché ancora più discrete, a livello degli statuti delle società quotate, spesso corazzati da un arsenale di misure dissuasivo-difensive di vario tipo contro le OPA. La Germania, dal canto suo, aveva fatto una clamorosa marcia indietro in solitaria, dotandosi di una legislazione già in gestazione *anti raider* che le avrebbe comunque permesso di congelare fino al 2006 il previsto arrivo della legislazione europea. *"L'Italia no. Ha difeso fino in fondo la direttiva in salsa britannica (e la propria legislazione) e ora si ritrova senza la sperata liberalizzazione su scala europea e per di più con le mani legate a subire per il prossimo quinquennio [sempreché l'OPA europea fosse stata approvata come ci si attendeva - nda] i raid degli altri sul proprio mercato, aperto senza poter rendere la pariglia per le restrizioni su quelli altrui. E sui mercati finanziari cinque anni possono cambiare la storia".*

Il voto del Parlamento europeo, condizionato anche da un'intensa attività di lobbying, non solo ha deciso di rimandare alla casella iniziale l'elaborazione della direttiva, *"ma ha aperto anche problemi non piccoli per i Paesi, come l'Italia, che avevano già accolto il principio controverso sulle OPA ostili. Eppure"* prosegue Marco Onado su, *Il Sole 24 Ore* del 6 luglio 2001, *"proprio le vicende italiane (OPA su Montedison) avevano dimostrato che non è vero che regole di OPA "anglosassoni" funzionano bene solo dove la public company è diffusa e non sono adatte a Paesi, come quelli dell'Europa continentali, caratterizzati da strutture proprietarie chiuse e nelle quali l'OPA ostile è pressoché impossibile".*

In definitiva, non si può fare a meno di osservare come, in questa fase di transizione, permangono importanti asimmetrie tra le riforme strutturali attuate nelle diverse nazioni. Tali momentanee disparità lasciano inevitabilmente ampi spazi di manovra — specie all'interno dei sistemi economici apertisi unilateralmente — che consentono a taluni attori di "giocare ad armi impari", perché provenienti da

nazioni con ordinamenti protezionistici verso gli operatori domestici e che non riconoscono la reciprocità di trattamento per i competitori esteri, che agiscono invece in sistemi aperti alla concorrenza internazionale. Il dibattito sorto nel nostro Paese a seguito della tentata scalata di Edf su Montedison, risolta poi dall'ingresso di Fiat, dà piena evidenza delle problematiche illustrate (cfr. Tab. 3.3).

Tabella 3.3. — Le asimmetrie tra gli ordinamenti nazionale: la vicenda Edf - Montedison

Trattando degli effetti distorsivi sulla concorrenza prodotti dalle asimmetrie degli ordinamenti locali, sorge spontaneo il riferimento alla nota polemica che, nella primavera del 2001, ha fatto seguito alla scalata di Edf al capitale di Montedison ed alla conseguente presa di posizione del Governo italiano (D.L. 24 maggio 2001) per ostacolare l'assunzione del controllo da parte del monopolista francese: il cosiddetto provvedimento "anti - Edf" volto a "sterilizzare" i diritti di voto oltre la soglia del 2% nelle mani del monopolista francese (« soggetti controllati direttamente o indirettamente da uno Stato o da altre amministrazioni pubbliche, titolari nel proprio mercato di una posizione dominante e non quotati in mercati finanziari regolamentati »).

Il provvedimento era stato preceduto da un ampio dibattito, che ha visto preoccupazioni unanimi per la natura pubblica e monopolista del soggetto acquirente. Franco Locatelli, in due editoriali su il Sole 24 ore, (*Così si distorce la concorrenza*, 17 maggio e, *Italia, sistema debole*, 23 maggio 2001) sintetizzava così la situazione: *"Ora in un sol colpo l'offensiva di Edf mette a nudo tutti i limiti delle asimmetrie evidenti nella liberalizzazione dei mercati elettrici d'Europa ed i conseguenti danni che possono arrecare alle società che operano in realtà più aperte alla concorrenza..."*. *"Siamo di fronte ad una scalata di Montedison da parte del gigante pubblico e monopolista dell'elettricità francese... vale la pena di ripetere che è intollerabile che un gruppo monopolista pretenda di utilizzare gli spazi aperti sul mercato dalla liberalizzazione altrui, senza garantire pari trattamento in casa propria. Ed è ancora più assurdo che lo faccia usando le risorse illimitate che gli derivano dalla rendita di posizione legata all'assenza di concorrenza in patria"*.

Una lettura ad ampio spettro del fenomeno era stata fornita da Domenico Siniscalco, che, in *Riforme per mercati più liberi*, Il Sole 24 Ore del 27 maggio 2001, osservava *"La liberalizzazione totale dei mercati dei capitali insieme all'omogeneizzazione di regole importanti in campo societario, ha creato in Europa un mercato della proprietà del controllo di impresa, designato deliberatamente come un campo di gara*

omogeneo e ben livellato. Ma su questo campo, ideale in un mondo perfetto, si scontrano oggi giocatori fortemente diversi tra loro, anzitutto per la mancata convergenza delle politiche di liberalizzazione all'interno dei diversi Paesi. E le diverse regole nazionali non permettono comunque un gioco ad armi pari. In questi giorni abbiamo sperimentato come un gigante monopolista interamente pubblico Edf (sottratto dunque al controllo del mercato dei prodotti e dei capitali) possa giocare la sua strategia di espansione internazionale utilizzando proprio quel campo di gara ben livellato e approfittando del processo di liberalizzazione del mercato elettrico. Mentre aziende di altri Paesi, pur sullo stesso campo di gara, non potrebbero mai acquisire Edf perché interamente pubblica, non potrebbero entrare con facilità nel mercato elettrico francese, né potrebbero scalare altre società privatizzate francesi, perché sono state dismesse con strumenti, come la golden share o limitazioni al diritto di voto, che scoraggiano efficacemente ogni velleità di attacco. Nei rapporti tra governi all'interno della comunità europea esistono così due soluzioni contrapposte, o due equilibri, come direbbero gli economisti. La soluzione più semplice, che non richiede alcun tipo di coordinamento tra i governi, è una forma più o meno velata di protezionismo: se esistono asimmetrie informative tra i vari giocatori, dovute a divergenze nelle politiche di privatizzazione e liberalizzazione, si mettono dei paletti o delle barriere sul campo di gioco del mercato del controllo. Seguendo questa logica si sono arroccate Italia e Spagna creando vari limiti al diritto di voto di Edf. La seconda soluzione non consiste nel mettere paletti sul campo, ma nel far sì che i giocatori combattano ad armi pari ed un grande passo avanti per ridurre le asimmetrie più pericolose si otterrebbe armonizzando le politiche di liberalizzazione e inducendo i Paesi più riluttanti a privatizzare. E non occorre un'analisi profonda per capire che la liberalizzazione a livello europeo rende assai più del protezionismo in termini di benessere e sviluppo".

È importante sottolineare come l'Unione Europea aveva nel frattempo manifestato preoccupazioni sulla vicenda e, in un documento dei Commissari UE diffuso il 16 giugno 2001, pur senza mai citare espressamente il caso Edf-Montedison, aveva messo in evidenza il rischio dovuto alla presenza di asimmetrie sui mercati europei dell'energia e dichiarato che avrebbe inteso contrastare *"le imprese di quei Paesi membri che si sono limitati al grado minimo di apertura"* e che grazie a questo vantaggio tentano *"di espandersi su altri mercati europei più aperti"*. Peraltro, i Commissari aveva altresì espresso perplessità sulla liceità del provvedimento anti-Edf emanato *ex post* dal Governo Italiano.

Com'è noto, la situazione di impasse, imbarazzo e attrito internazionale è stata definitivamente risolta dall'OPA su Montedison da parte di Italenergia, nella quale Fiat occupa un ruolo dominante (38% del capitale a seguito del conferimento di *asset* energetici), ed Edf,

apportando il suo pacchetto di azioni Montedison, si è autosterilizzata al 2% (sebbene con la possibilità di risalire nell'azionariato attraverso le conversione delle azioni privilegiate).

La situazione attuale, se si ha riguardo alla presenza di un ordinamento privatistico sovranazionale riconosciuto ed accettato da tutti gli operatori economici locali, presenta vivide analogie con la storia del Medioevo. Questa, almeno, è un'affascinante interpretazione sviluppata da Guido Rossi. Allora si parlava di *lex mercatoria*, ossia di un corpo di regole e pratiche ritagliato sulle specifiche esigenze del mondo degli affari (segnatamente dei mercanti) e rispettato da tutti coloro che volevano fare parte di questo universo transnazionale, a prescindere cioè dall'autorità politica a cui erano soggetti; oggi si parla di diritto dei mercati mobiliari, le cui leggi sono egualmente condivise da tutta la collettività finanziaria mondiale.

Entrambi gli ordinamenti sovranazionali sono sorti, sia pure in epoche così lontane tra loro, per raccogliere ed armonizzare norme "inventate" dai privati e di cui questi ultimi si sono dotati in piena autonomia per rispondere ai loro interessi. L'iniziativa, ora come allora, è passata dall'ambito del diritto pubblico a quello del diritto privato (48).

(48) Il riferimento alla *lex mercatoria* è stato formulato anche da Giovanni Maria Flick nello scritto, *Globalizzazione dei mercati e globalizzazione della giustizia*. L'Autore, sia pur movendo da un angolo di visuale un po' diverso, quello della criminalità transnazionale, osserva che "Il villaggio globale non può essere controllato dai singoli sistemi nazionali e statali, che non sono più in grado, da soli, di imporre e far rispettare norme. Corre spontaneo il paragone con la « *lex mercatoria* » e con i giudici privati assoldati in passato dai mercanti per risolvere le controversie sugli scambi e garantire sicurezza nei traffici. Oggi la nuova « *lex mercatoria* » è imposta dal mercato e dalla sua competizione, nonché dalle nuove tecnologie che non conoscono frontiere: essa però può diventare assenza di regole o sopraffazione, quando non è vero e proprio mercato delle regole. Taluno ha osservato che si è infranto il tabù del rapporto tra Stato e legge, a favore di un « ordine contrattuale privato », il quale si sottrae ai controlli ed alle giurisdizioni statali ed incrina la sovranità degli Stati, proponendo una

Ben si comprende, allora, come le autorità locali devono rifuggire dalle cosiddette « alluvioni legislative », che in certe nazioni hanno inondato gli ordinamenti legislativi (il riferimento alla situazione italiana è evidente) e preoccuparsi invece di fornire uno « zoccolo duro » di poche regole, chiare, realmente idonee a tutelare i principi fondanti della *Corporate Governance*, e “nel cui rispetto lasciare poi ampia autonomia statutaria alle imprese: autonomia che sarà successivamente il mercato a valutare, selezionando gli emittenti sotto il profilo dell'affidabilità e dell'efficienza” (49).

Il cammino di convergenza degli ordinamenti sin qui delineato non può che essere interpretato con riferimento al profilo sostanziale degli impianti legislativi, in quanto, da un punto di vista esteriore, continuano e continueranno a permanere negli ordinamenti nazionali rilevanti difformità con riguardo a strutture di governo e relativi organi. D'altronde non sarebbe pensabile, ma neppure auspicabile, che il processo di armonizzazione legislativa si traduca nell'identificazione di un unico modello di governo universalmente valido, ritenuto migliore degli altri sotto tutti i possibili punti di vista, codificabile e replicabile fedelmente nei suoi diversi elementi chiave, a prescindere cioè dai distinti contesti di applicazione (ignorando cioè il fenomeno della “*path dependence*”) (50).

nuova *common law* della globalizzazione come sostituto della tradizionale *rule of law*. In un contesto di questo genere, diventa essenziale pervenire ad un denominatore comune, rispetto alla diversità e pluralità di principi, identità, valutazioni e sviluppi, che nascono dalla autonomia e dalla pluralità di sistemi giuridici”.

(49) Da, Marchetti - Jaegher, *Corporate Governance*, cit. Ancora più esplicito sull'argomento Guido Rossi: “fare in modo che ogni sistema si dia la sua regolamentazione, poiché mettere rigide regole di controllo presuppone « gross investors stupidity » e la stupidità degli investitori si rinviene oramai solo nei disturbatori di assemblea, non negli azionisti diffusi e dispersi”. Da Atti del Convegno di Studio, *Corporate Governance*, cit.

(50) Il riferimento è alla cosiddetta “*path dependence*”. Guido Rossi in, *Le cosiddette regole di « Corporate Governance » sono in grado*

In primo luogo, non esistono forme ottimali in senso assoluto. Se è vero che i sistemi di governo vanno a definire le modalità relazionali che si instaurano tra le imprese e i manager, gli azionisti, i collaboratori, i creditori, i clienti e gli altri *stakeholder* in genere, si debbono necessariamente fare nostre le conclusioni a cui è giunto M. Fukao, il quale, al termine di un'analisi comparata dei sistemi imprenditoriali dominanti negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, in Francia ed in Giappone, ha dimostrato come i differenti modelli nazionali di *Corporate Governance* presentano nel contempo vantaggi e svantaggi, specie se valutati con riguardo alla capacità mostrata nel coinvolgere e favorire l'impegno dei vari interlocutori aziendali (51).

di incidere sul comportamento degli amministratori, ha osservato come differenze tra le strutture societarie permangono ancora, nonostante la libera circolazione dei capitali e la globalizzazione dei mercati finanziari, poiché ogni sistema è condizionato dalla "*path dependence*", cioè dal contesto culturale, politico ed economico, nel quale il diritto societario e la disciplina dei mercati finanziari si sono sviluppati.

(51) Al capitolo 3 del noto saggio, *Financial Integration, Corporate Governance and the Performances of Multinational Companies*, cit., Mitsuhiro Fukao, precisa: "The following list indicates some of the important elements of this capacity [di raccogliere fattiva adesione da parte dei diversi interlocutori, nda]:

— How well are creditors protected in case of bankruptcy? The cost of debt is higher in countries with weak protection.

— How strong is the power of shareholders to intervene in the management of the company? The cost of capital depends on the power of control associated with the equity.

— How credible are the commitments management gives to employees? If management cannot ensure the continuity beyond his tenure, employees will not invest their time and effort to acquire firm - specific skills, even if management gives a commitment to hire indefinitely.

— How credible are the commitments management gives to suppliers or distributors to continue relations in the future? If the commitment are not credible, suppliers and distributors will not invest in the capital equipment specific to the transactions with the company in question. Vertical integration of suppliers may help ensure inputs, but running a large vertically integrated company involves other cost and difficulties".

In secondo luogo, si segnala come sono troppo elevati i rischi di rigetto legati ad un'imposizione vincolante di regole di funzionamento dei mercati e di forme di governo aziendali che sono acriticamente mutate da modelli ideali, per lo più ispirati ad esperienze straniere (52). Si tratta necessariamente di soluzioni estranee alla storia ed alla cultura economica e giuridica di quel Paese che, se pedissequamente applicate, produrrebbero più danni che benefici, in quanto troppo distanti dai valori e dai comportamenti formati nel mondo delle imprese locali, costitutivi di un patrimonio ideologico comune radicato nel contesto ambientale di riferimento (53). A tale proposito M.J. Roe, in un altro importante studio comparato sulle *Corporate Structures* presenti in Germania, Giappone e Stati Uniti, ha messo in luce come le difficoltà di "esportazione" di taluni modelli societari derivano spesso da considerazioni di natura socio-politiche, prima ancora che economiche (54). In proposito, si pensi alle oggettive difficoltà incontrabili nel trasferire ad altre realtà nazionali il sistema dualistico tedesco — fondato sulla ripartizione dei poteri tra *Vorstand* e *Aufsichtsrat* — e nel quale, in applicazione del principio del *Mitbestimmung*, una parte dei componenti del secondo organo sono eletti direttamente dai dipendenti.

(52) Sui costi di quotazione multipla sul mercato domestico e sui mercati più evoluti (cosiddetto *cross listing*) e, soprattutto, sulle questioni lasciate ancora aperte da riforme societarie ispirate a "trapianti legali", si rinvia a G. Bortolotti e D. Siniscalco, *Importare la Corporate Governance*.

(53) Al riguardo ancora M. Fukao, in *Corporate Governance* ecc., cit.: "For example, it would be very difficult to have an open market for corporate control of established large companies in Japan or in Germany. A sudden change of management would likely result in a breach of implicit long-term contracts. One remedy might be to make these contracts more explicit and transparent to allow a more contestable market of corporate control in these countries. But the difficulties are too great".

(54) Dal cap. IV di *Strong Managers, Weak Owners*, cit.

Del resto, neppure gli intermediari specializzati che operano su scala internazionale ritengono indispensabile che il cammino di convergenza sfoci necessariamente nell'adozione di un unico modello di *Governance*, di generale ed universale accettazione (il cosiddetto "*one size fits all*") a prescindere dalle specificità che, a tutt'oggi, qualificano i contesti locali ed i relativi ordinamenti legislativi. Gli investitori avvertono l'esigenza che i sistemi di governo aziendale forniscano sempre sufficienti garanzie di tutela dei loro interessi, ma comprendono altresì che le loro legittime istanze possono essere soddisfatte con risposte differenziate, ma egualmente rassicuranti. Sarebbe del resto fuorviante valutare la bontà di queste risposte facendosi guidare da uno schema di giudizio solo formale ("*tick box mentality*") che, senza entrare nel merito delle diverse soluzioni prospettabili nei vari Paesi, sia basato esclusivamente sul rispetto di rigide regole esteriori, a cui devono fedelmente uniformarsi i diversi soggetti interessati. Gli investitori fondano piuttosto il loro giudizio sull'esperienza maturata in passato, mentre è compito delle imprese dare sistematica evidenza della credibilità dei loro comportamenti in materia di trasparenza e rendicontabilità (*disclosure* e *accountability*), nel rispetto di adeguate norme alle quali esse si sottopongono per legge o per autodisciplina.

Nel processo di reciproca conoscenza, il profilo della comunicazione resa al mercato dalle imprese emittenti conta quindi assai più di altri aspetti di natura formale. L'esigenza di instaurare e mantenere un dialogo continuativo ripropone, per l'ennesima volta, la questione della completezza quali-quantitativa dell'informativa aziendale, anche in termini di tempestività. L'attenzione, ai fini del discorso che segue, è volta al sistema di bilancio e, più in particolare, alle problematiche legate alle difformi pratiche contabile adottate nei diversi Paesi, che riducono spesso la comprensione degli investitori stranieri ed ostacolano una cor-

retta lettura delle risultanze contabili fornite da questo strumento conoscitivo.

A ben vedere, le richieste di informazioni avanzate dal mercato finanziario ruotano prevalentemente attorno al tema della valutazione dell'impostazione strategica in atto: in quest'ottica quelle desumibili dal bilancio consentono una visione limitata del problema e necessitano, per una rappresentazione meno parziale della strategia aziendale, di essere integrate con ulteriori dati e conoscenze ricavabili da un insieme di altre fonti, di provenienza aziendale (lettere agli azionisti, presentazioni ad analisti finanziari e *road-show*, interviste con l'*investors relator*, siti internet istituzionali ecc.) ed extra-aziendale (*equity research* redatti da banche d'affari, studi e ricerche su settori e competitori ecc.). Eppure, nonostante la crescente importanza e lo sviluppo di questi nuovi strumenti e canali di comunicazione, il sistema informativo di bilancio non è affatto uno strumento conoscitivo "in via di obsolescenza", ma continua a ricoprire una rilevanza singolare agli occhi degli investitori (55). Esso, tra l'altro, presenta i seguenti pregi: *a*) fa il punto sulla situazione aziendale in forma ufficiale — segnatamente sui risultati consuntivi annuali, semestrali e trimestrali — in conformità alle prescrizioni di legge; *b*) impegna formalmente, più di ogni altro documento, la responsabilità degli organi di governo e di controllo dell'impresa e, non da ultimo, *c*) si pone come "memoria storica" dell'impresa e permette conseguentemente la verifica della coerenza tra le "intenzioni" comunicate in passato e le "azioni" realizzate (56). Il fatto è che il sistema informativo di bilancio è in grado di assolvere i suoi compiti a condizione che il destinatario non si limiti

(55) V. M. Reboa, *Informativa di bilancio e trasparenza dell'impresa* e L. Pozza, *Misurazione della performance d'impresa. Strumenti e schemi*.

(56) Dalla relazione, *Il Bilancio, veicolo di comunicazione della strategia*, presentata da V. Coda e M. Molteni al Convegno ISVI - Assolombarda del 2 febbraio 2000.

ad una lettura meccanicistica dei numeri indicati in esso, ma disponga di tutte le informazioni trasmesse a corredo ed integrazione della schematica simbologia contabile e sia confidente con i “caratteri” (tecniche e metodi) impiegati per ottenere tali numeri (57). Va da sé che la comprensione del significato del risultato contabile — inteso quale prima immediata misura delle performance d’impresa — presuppone la compiuta conoscenza dei citati “caratteri” sottesi alla sua determinazione.

È quindi naturale che gli investitori, sempre più internazionali, domandino alle imprese, sempre più internazionali, di compendiare nei loro modelli contabili regole e principi relativamente uniformi nello spazio e nel tempo; fondati cioè su convenzioni contabili di generale accettazione nei mercati finanziari (58). Solo in questo modo è possibile far comprendere correttamente a tutti i potenziali interessati la realtà sottostante i sistemi informativi di bilancio, cioè le situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie di cui i bilanci medesimi vogliono fornire la rappresentazione. Per esperienza, il processo di armonizzazione dei comportamenti contabili delle imprese a principi standard internazionali è guidata dall’agire di almeno due soggetti. Il legislatore in primo luogo, che ha la responsabilità di regolamentare la trama normativa disciplinante il tipo ed il livello minimo di informazione che le imprese devono fornire (59). Gli organi-

(57) “Anche nei conti le cifre non parlano di per sé; non parlano se non si conosce il sistema nel quale sono sorte, ed il metodo e gli strumenti con i quali sono state ottenute”. Zappa, pag. 42 di, *Il Reddito d’impresa*. Con singolare analogia, lo stesso imperativo era alla base del pensiero di Arthur Andersen, che raccomandava di leggere “*Behind the figures*” cioè « dietro le cifre di bilancio ».

(58) Per un approfondimento si rinvia a Tiziano Onesti, *Fattori ambientali e comportamenti contabili: analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni Paesi industrializzati*.

(59) Nel citato Convegno ISVI - Assolombarda del 2 febbraio 2000, Coda e Molteni hanno ad esempio messo in luce come i fascicoli di bilanci delle imprese quotate italiane risultano essere “appe-

smi contabili e le associazioni professionali, in seconda battuta, che assolvono il ruolo fondamentale di completare il tessuto normativo attraverso la statuizione e la diffusione di principi valutativi, conformi alla prassi contabile internazionale e che entrano in maggior dettaglio nelle problematiche affrontate.

Ecco quindi che l'esigenza pratica di facilitare il giudizio degli investitori esteri impone una crescente omogeneizzazione dei comportamenti contabili nazionali; si chiede quindi alle imprese di persistere lungo un cammino di progressiva convergenza del complesso di principi, regole e convenzioni compendiate nei sistemi informativi di bilancio. Del resto tale questione è ben nota alle imprese italiane con titoli quotati nei mercati statunitensi che, in ottemperanza alla normativa SEC, allegano ai loro bilanci laboriosi prospetti di riconciliazione (*schedules*) delle differenze registrabili applicando i principi contabili statunitensi (US-GAAP). Sempre con riguardo al panorama nazionale si segnala la recente costituzione dell'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), sorto per iniziativa di tutte le principali associazioni interessate alle questioni di contabilità (60) e che avrà il compito di svolgere un ruolo attivo nella definizione dei principi contabili in campo nazionale e internazionale, collaborando tra l'altro alla definizione dei principi contabili IAS (International Account Standards), all'interno di un network europeo esplicitamente richiesto dalla Unione Europea.

santiti" ed in parte "ripetitivi" per tener conto del precetto legale di inserire anche i dati individuali della capogruppo, oltre a quelli del consolidato, nonché di pubblicare note integrative molto voluminose e ricche di dettagli non sempre leggibili. Le imprese statunitensi, soggette ad una normativa meno vincolante sulla struttura obbligatoria del fascicolo di bilancio, sono peraltro più attente a fornire ai destinatari sintesi efficaci.

(60) L'iniziativa dell'OIC è stata promossa congiuntamente da Assonime, CNDC, ANIA, Confindustria, AIAF, Assirevi, Assogestioni oltre a Borsa Italia SpA ed ha già ottenuto disco verde da Banca d'Italia, Consob e ISVAP.

Un'ultima considerazione in qualche modo legata ai sistemi contabili locali riguarda il profilo della solidità d'impresa, da intendersi come mantenimento di un adeguato capitale proprio a presidio e tutela degli interessi dei creditori e degli azionisti. Non si può ignorare il fatto che il modello di bilancio, oltre ad essere strumento informativo, ha l'obiettivo di misurare il reddito, che rappresenta il termine di riferimento per definire la remunerazione degli investitori per il tramite dei dividendi. Sono evidenti le implicazioni che i diversi comportamenti contabili nazionali producono in termini di misurazione del risultato d'esercizio e, di conseguenza, sul livello delle risorse aziendali oggetto di possibile distribuzione o da mantenere, per legge, a potenziare il capitale proprio aziendale ed assicurare garanzie ai diritti vantati dai terzi (61).

Il mercato globale e la contendibilità degli assetti di controllo

Trattando del fenomeno della globalizzazione e delle specificità che permangono a livello locale, si ripropone il riferimento alla struttura degli assetti proprietari ed al connesso tema della contendibilità del capitale di controllo aziendale. Infatti, nel dibattito ancora aperto sugli argomenti in questione, riemerge di tanto in tanto una corrente di pensiero, che interpreta la contendibilità delle imprese come un elemento cruciale per affermare, nella sua completezza, un modello vincente di *Corporate Governance*: attraverso cambiamenti non concertati dell'assetto di comando, si è detto, il

(61) In proposito osserva M. Fukao, "Although it is useful to harmonize accounting rules to inform shareholders and creditors, it is not necessary to harmonize restrictions on the distribution of profits to shareholders. To achieve both the necessary harmony and the useful diversity, companies might estimate the amount of total shareholders' equity by using uniform international accounting rules to provide information and then to show two different parts of the equity — the distributable amount — using accounting rules specific to each governance structure". Da Mitsuhiro Fukao, pag. 78 di *Financial Integration*, ecc. cit.

mercato dispone di un insostituibile strumento per disciplinare le imprese meno efficienti (*market for corporate control*). Si tratta di una considerazione di non poco conto che, se condivisa, rappresenterebbe una pesante condizione di arretratezza per quei sistemi economici qualificati da un tessuto aziendale composto in misura preponderante da realtà soggette al controllo di una proprietà ristretta o concentrata che dir si voglia.

Proseguendo con questo ragionamento, si potrebbe coerentemente sostenere che le autorità nazionali — nell'ambito dei provvedimenti tesi a far convergere i sistemi di governo aziendale verso modelli standard ben accettati ad un mercato globale — dovrebbero introdurre modifiche dell'ordinamento legislativo (anzitutto in materia di diritto societario e di regole dei mercati finanziari) tese ad incentivare l'assunzione, da parte delle imprese, di forme proprietarie a controllo contendibile.

Peraltro non si può fare a meno di segnalare come questa posizione ideologica, non priva di convincenti argomentazioni, stia oggi perdendo terreno, anche alla luce dei controversi risultati ottenuti dall'ondata di *takeover* ostili registrati in passato sul mercato statunitense.

L'attuale prevalente convincimento è che le autorità nazionali non abbiano elementi sufficientemente forti per ritenere che una forma di assetto proprietario sia sempre preferibile rispetto ad un'altra e, di conseguenza, si osserva che sarebbe quanto meno affrettata l'introduzione di interventi dirigisti finalizzati a privilegiare modelli aziendali a proprietà diffusa (*public companies*), a scapito di quelli a controllo pre-costituito, che impediscono una vera mobilità del capitale di comando. Nelle pagine precedenti si era del resto messo in luce come, tanto la letteratura economica, quanto quella giuridica, non sono giunte a conclusioni unanimi circa l'universale superiorità di una forma nei confronti di un'altra (62).

(62) In una magistrale relazione dal titolo, *Economia, giuristi e Corporate Governance*, (Courmayeur, 28 settembre 2001), Luigi Spaventa ha chiarito con rigore metodologico l'impossibilità di dimo-

Da un punto di vista economico, la preferenza “teorica” (espressa in termini di efficienza del sistema macro-economico e di rispondenza alle specifiche esigenze aziendali) si orienta verso l’uno o l’altro dei modelli a seconda dell’agire concomitante di diverse variabili: il tasso di crescita delle attività aziendali, il livello di autofinanziamento, la rischiosità del settore, la diversa reperibilità/scarsità delle varie risorse chiave per il successo d’impresa e così via scorrendo. Le possibili inefficienze aziendali legate ai costi di agenzia, poi, sono parimenti riscontrabili in entrambi i modelli proposti (63). Da un punto di vista giuridico, si è accertato che la forma della *public company* retta dal top management non assicura di per sé esaustive garanzie di un totale rispetto degli interessi degli azionisti di minoranza, la cui protezione, talvolta, si è mostrata inferiore a quella offerta nelle società a controllo precostituito.

A ben vedere il nocciolo del problema è diverso: i mercati finanziari non si attendono risposte precise sulla forma proprietaria adottata dalle imprese, ma si aspettano che le stesse siano gestite correttamente e generino nuova ricchezza in un contesto di trasparenza e di *accountability* e, sulla base di queste e non altre valutazioni, i mercati esprimeranno poi il loro giudizio, indirizzando o meno il risparmio verso le aziende ritenute meritevoli. Certo, le differenze di fondo permangono, ma l’obiettivo da perseguire è il medesimo. Nelle imprese a proprietà diffusa possono attivarsi i noti meccanismi virtuosi. I corsi di borsa delle imprese mal governate sono

strare la presunta superiorità di una struttura a proprietà diffusa rispetto ad una proprietà concentrata, valutabile con riguardo al loro grado di efficienza riscontrabile sia a livello di singola impresa sia a livello di sistema-paese. Nel corso della sua relazione Spaventa ha altresì argomentato sulla presenza di un nesso biunivoco tra lo sviluppo del mercato finanziario e la protezione delle minoranze, ma sull’assenza di prove incontrovertibili dell’esistenza di un altro nesso, che legherebbe il basso grado di concentrazione proprietaria (cioè la proprietà diffusa) con la protezione delle minoranze.

(63) V. *Supra* par. 2.4.

bassi, via via che questi flettono ulteriormente aumenta il margine di convenienza per lanciare un'offerta pubblica di acquisto o, comunque, per rilevare sul mercato un pacchetto azionario che offra il controllo: ciò permette il ricambio del management meno efficiente e l'attuazione di nuovi indirizzi strategici forieri di nuovo valore economico. Lo scalatore o acquirente che non è in grado di imprimere una sterzata all'impresa sottoperformante cadrà a sua volta vittima del meccanismo che l'ha reso vincitore. Nello scenario descritto, il legislatore deve preoccuparsi di offrire strumenti che non impediscono la mobilità del controllo. In questo senso, vanno lette tra le altre le modifiche legislative sulla durata dei patti di sindacato o le regole in materia di OPA, che possono favorire i ricambi fissando soglie non troppo basse per l'obbligo di acquisto sul mercato, allo scopo di stimolare il passaggio del controllo, senza per questo fare scattare i costi talvolta proibitivi dell'OPA, che potrebbero sortire l'effetto di "sclerotizzare" assetti inefficienti. Nella tabella 3.4 sono sinteticamente esposte due vicende succedutesi nel mese di agosto del 2001, ampiamente riprese dalla stampa per dare risalto del diverso grado di tutela offerto agli azionisti *outsider* in occasione dei trasferimenti a distanza di pochi giorni l'uno dall'altro del pacchetto di controllo di due importanti emittenti.

Tabella 3.4. — Le operazioni Olivetti e Fondiaria: due differenti giudizi sulla normativa sull'OPA

L'operazione di acquisto di Olivetti-Telecom da parte della Pirelli che ha infiammato l'estate del 2001 ha suscitato un vivace dibattito sull'adeguatezza del mercato azionario nazionale agli standard delle borse internazionali. In particolare la discussione, talora aspra, ha avuto per oggetto la congruità della percentuale soglia (la cosiddetta « asticella ») prevista dal Testo Unico sulla Finanza per far scattare l'obbligo di OPA: la misura del 30% fissata per legge è stata da taluni ritenuta troppo alta, poiché ha permesso di acquisire il controllo del gruppo Olivetti « lasciando gli azionisti di minoranza a bocca asciutta mentre Colaninno e soci si sono ritirati da Telecom — a distanza di due anni da quella che era stata definita la madre di tutte le OPA — con pingui plusvalenze ».

Ora, la soglia del 30% era stata pensata ai tempi dell'introduzione della cosiddetta Draghi perché appariva come un equo compromesso tra le esigenze del mercato e quelle dei controllanti ed era inoltre allineata alle soglie previste da altre legislazioni nazionali. Del resto, ha fatto osservare il Presidente della Consob Spaventa, qualsiasi limite è arbitrario « *Non esiste una soglia ideale. Se si introduce una soglia bassa non è detto che la contendibilità aumenti, perché nessuno entra più nelle società scalabili. Se è alta ci sono controindicazioni opposte* ». L'alternativa, secondo il Prof. Spaventa, potrebbe essere quella di non fissare una soglia e lasciare alla Consob il compito di definire quando si ha il passaggio del controllo, come in qualche modo avveniva prima del Testo Unico: « *Tuttavia la controindicazione è che la Consob disporrebbe di una forte discrezionalità a cui farebbe seguito un forte contenzioso perché le nostre decisioni sono appellabili avanti al TAR.* »

Studiosi ed opinionisti che sono intervenuti nel dibattito hanno messo in luce come sarebbe fuorviante indicare nella soglia fissata per l'OPA (la medesima prevista in Gran Bretagna) il principale elemento di debolezza del sistema italiano ed hanno piuttosto puntato l'indice sul fenomeno della struttura piramidale dei gruppi ("scatole cinesi") costruite per blindare il controllo (nel caso in esame si pensi alla catena Bell - Olivetti - Telecom - Tim ed alla possibilità offerta ai nuovi proprietari di Bell di controllare l'intero aggregato). Da qui, quindi, l'ipotesi di introdurre per legge l'obbligo dell'OPA a cascata, ma, ha chiarito il proprio pensiero il Presidente di Consob: « *L'OPA a cascata, pur tutelando i giusti diritti degli azionisti di minoranza delle società controllate, limita la contendibilità. Il caso Olivetti è emblematico. Chi si potrebbe permettere di comprare il 100% di Olivetti, Telecom e Tim?* ».

Per un approfondimento si rinvia all'intervista rilasciata dal Prof. Spaventa dal titolo, *Non esiste la soglia ideale per l'OPA*, pubblicata su *Il Sole 24 Ore* del 7 agosto 2001. Sullo stesso quotidiano di R. Bocciarelli e L. Zingales, *Soglia più alta per l'OPA*, 6 agosto 2001, di M. Onado, *Perché sull'OPA non basta la legge*, e di O. Carabini, *Legge Draghi sotto la lente*, 8 agosto 2001; di Giangiacomo Nardozzi, *I grandi affari rafforzano le imprese?*, 9 agosto 2001 e di Marco Niada, *Quelle scatole (cinesi) da rompere*, 29 agosto 2001.

Sempre nell'Agosto del 2001 la stampa economica ha dato molto risalto alla decisione della Consob di imporre un'OPA sulle azioni della Fondiaria da parte di SAI, che avrebbe agito di concerto con Mediobanca. La decisione, che con un po' d'enfasi è stata definita "storica" perché, per la prima volta, la Commissione di controllo ha ritenuto di raccogliere elementi indiziari sufficienti per stabilire la presenza di un'azione di concerto, in forza della quale era stata superata la fatidica soglia dell'OPA (30%), che avrebbe pertanto imposto agli acquirenti (soci di "fatto") di promuovere l'offerta pubblica sull'intero capitale sociale di Fondiaria. In particolare, secondo l'Autorità

la quota di maggioranza relativa (28,7%) della compagna fiorentina ceduta a SAI da Montedison (quest'ultima allora incalzata dall'OPA di Italennergia) andrebbe considerata sommandola al 14% circa già in possesso di Mediobanca, rendendo pertanto necessario il ricorso all'OPA totalitaria. In un articolo dal titolo, *Un passo a favore del mercato*, Marco Onado su, Il Sole 24 Ore dell'11 agosto 2001, osserva che la decisione della Consob dimostra che il Testo Unico della Finanza è ancora in grado di difendere gli azionisti di minoranza. È interessante osservare come, secondo talune fonti (V. Il Sole 24 Ore del 31 agosto 2001, *Fondiarina nozze difficili con Sai*, di C. Peruzzi,) è attualmente allo studio un'ipotesi di fusione tra Sai e Fondaria, che rappresenterebbe l'unica via di uscita per evitare un'OPA del 100% su Fondaria, con un investimento complessivo di 1,6 miliardi di euro. Si tratterebbe certo di una soluzione che sarebbe destinata a rinviare una accesa polemica sul presunto vezzo nazionale di « truplinare i piccoli soci », come assunto nell'articolo *Quanti bonsai bistrattati*, comparso su Milano Finanza del 14 luglio 2001.

Nelle imprese a controllo preconstituito, o eterodirette che dir si voglia, gli investitori chiedono in primo luogo strumenti legislativi efficaci per limitare al minimo il rischio che il socio di maggioranza ponga in essere azioni non pienamente coerenti con l'interesse degli azionisti di minoranza (in precedenza definite *expropriation*), ma indirizzate ad aumentare il valore fruibile dal controllo. Da qui la generalizzata richiesta di rafforzare i diritti all'informazione, quelli partecipativi e di monitoraggio dei fatti aziendali attraverso una rete di controlli; ma ciò detto non si può poi pretendere che il legislatore imponga a queste imprese forme di proprietà aperta.

Sarà infatti il mercato stesso, e non la legge, a sancire se il modello non contendibile mantiene una sufficiente appetibilità. In altri termini, le imprese emittenti a controllo preconstituito potrebbero vedere le quotazioni dei loro titoli riflettere i cosiddetti sconti di minoranza (peraltro in misura assai variabile in ragione del livello di tutela offerto alle minoranze (64)) e, di conseguenza, andare incontro a crescenti

(64) V. *Supra* par. 2.4. Con riguardo alla situazione italiana, si segnala la posizione assunta dal Presidente della CONSOB, Luigi Spa-

difficoltà nel raccogliere nuovo capitale di rischio, salvo emettere le nuove azioni a prezzi ancora meno remunerativi di quelli espressi dal mercato (65). Il costo più elevato dell'*equity* diminuisce la convenienza economica ad intraprendere scelte di sviluppo aziendale: il non volersi (o potersi) misurare con gli azionisti di minoranza va quindi a diminuire la

venta, in occasione dell'incontro annuale con il mercato finanziario, nell'aprile del 2001: "Nel confronto con altri ordinamenti con cui dobbiamo competere non si può ritenere sufficiente il progresso compiuto. Se ciò dipende in parte dalla struttura proprietaria e di controllo delle imprese quotate, che consente ancora ampi margini di opacità della gestione, si deve riconoscere che, nel nostro sistema, il grado di tutela degli azionisti di minoranza è ancora al di sotto di livelli altrove garantiti... Eppure quanto migliori sono queste garanzie, tanto minore è il costo della raccolta di capitali e tanto maggiore è lo sviluppo del mercato azionario".

(65) Sui legami che uniscono la competitività del sistema economico nazionale con la struttura proprietaria dominante, si è così espresso Giuliano Amato, allora Presidente del Consiglio dei Ministri, in un'intervista pubblicata su, *Il Corriere della Sera*, 5 aprile 2001, dal titolo, *Il capitalismo familiare va superato*. Nell'articolo si legge: "È plausibile a mio avviso sostenere che siamo in difficoltà per la raccolta di capitali dall'estero anche perché sui mercati internazionali sono favorite le società a modello inglese e « public company » rispetto alle nostre società, che fanno riferimento al modello familiare. Capisco che il discorso è molto delicato, ma credo che i capitali affluiscano più facilmente alle imprese la cui redditività è affidata al controllo del mercato piuttosto che quelle a controllo familiare che, alla lunga, se prevalente sul resto, può divenire un ostacolo". Sulla stessa lunghezza d'onda anche Salvatore Brigantini, Commissario CONSOB sino al giugno 2001, che, in un'intervista pubblicata sul *Sole 24 Ore* del 15 giugno 2001, dal titolo, *Flessibilità anche per i capitali*, ha così commentato l'assetto azionario delle imprese italiane: "In tutta l'Europa continentale le decisioni di investimento delle imprese sono fortemente influenzate dai riflessi che l'investimento avrà sulla partecipazione di controllo. Mantenere il controllo, di diritto o di fatto, diventa un vincolo. È una scelta più che lecita, ma con una conseguenza importante: una serie di progetti non si portano avanti per il timore di perdere il controllo. Io dico che il concetto di flessibilità tanto auspicata per il lavoro, va applicata anche al capitale. È vero che non si può imporre per legge: ma è vero che non si può dare la colpa del mancato sviluppo solo alla scarsa flessibilità del lavoro".

libertà strategica d'impresa. Conseguenza, osserva Tancredi Bianchi, che "il prezzo della stabilità del controllo, dovuta unicamente al numero delle azioni possedute e non al disegno strategico operativo, è, sovente, soprattutto allorché la concorrenza si inasprisce e i mercati si integrano, definito da "opzioni di difesa" sui mercati di incetta e di sbocco, dalla ricerca di posizioni di nicchia anziché di preminenza (66)".

In conclusione, è importante sottolineare come le autorità nazionali, in vista della commentata convergenza funzionale degli ordinamenti legislativi, hanno a disposizione un ventaglio di strumenti legislativi, che sarebbe restrittivo ricondurre alle sole disposizioni modificative dell'ordinamento societario inteso in senso stretto. Il riferimento, infatti, è alle riforme fiscali, alle leggi speciali antitrust, ai decreti e regolamenti collegati in materia bancaria creditizia; misure che sono sovente in grado di incidere in profondità sui sistemi di governo aziendale e sulla vivacità dei mercati finanziari, ottenendo in taluni casi significativi risultati, persino superiori a quelli realizzabili mediante specifici interventi nel campo del diritto societario (67). In un convegno svoltosi a Milano, un insigne giurista ha fatto osservare che la riforma fiscale varata in Germania nel dicembre del 1999 per "detassare" le plusvalenze sulle partecipazioni potrebbe innestare una vera rivoluzione nei sistemi di governo delle imprese tedesche (68). Queste nuove norme fiscali — che contribuiranno a sciogliere una rete di partecipazioni incrociate, per lo più

(66) *Il governo delle banche nel passaggio da istituzione a impresa*, op. cit.

(67) "La verità tuttavia è che ogni riforma del diritto societario non può essere considerata isolatamente... L'ordinamento societario è solo una tessera di un più vasto mosaico di ordinamenti giuridici", così ha affermato Guido Rossi, negli Atti del Convegno di Studio 13 e 14 giugno 1998 *La Riforma delle società quotate*.

(68) Guido Rossi, intervento al Convegno svoltosi presso l'Università Bocconi di Milano nell'ottobre del 1999 in occasione della presentazione dei volumi, *La disciplina delle società quotate*.

gravitanti attorno alle banche, valutate in 250 miliardi di euro (69) — si ripercuoteranno verosimilmente anche su questioni cruciali di *Governance*: si va dall'attenuazione di fisiologiche situazioni suscettibili di conflitto di interessi (segnatamente il configgente rapporto impresa e banca-azionista, definito da un grande banchiere, Mattioli, la "mostruosa fratellanza siamese"), alla rivitalizzazione di un mercato dei capitali azionari di controllo, sinora fortemente stagnante per la presenza di noccioli duri stabilizzanti (generalmente "capofilati" dalle banche), per arrivare ad ipotizzare, in un futuro non molto lontano, un indebolimento delle motivazioni sottostanti il dualismo dell'organo amministrativo tedesco (attraverso la designazione dei componenti i consigli di sorveglianza, le banche sono in grado di esercitare un controllo diretto sulle imprese).

Il fatto è che, a fronte di una pluralità di fonti normative, corrispondono inevitabilmente anche una pluralità di istituzioni ed agenzie, per lo più di emanazione pubblica (Banche Centrali, Commissioni per il controllo del mercato mobiliare, Autorità per la concorrenza, Magistratura amministrativa ecc.), con ampi poteri regolamentari, da esercitarsi con relativa autonomia, su questioni afferenti la *Corporate Governance*. La competitività degli ordinamenti legislativi nazionali va quindi giudicata nel suo complesso, con riguardo cioè anche all'equilibrio raggiunto tra i vari ordinamenti, che talvolta danno più l'impressione di essere in concorrenza tra loro, invece che integrarsi contribuendo a dare corpo ad un'unica cornice legislativa, formata da poche norme, ma chiare ed efficaci, coerenti con lo sviluppo del mercato finanziario ed il miglioramento dei sistemi di governo delle imprese (70).

(69) Marco Onado, *Noccioli duri, male oscuro delle banche*, Il Sole 24 ore, 23 febbraio 2000.

(70) Al riguardo si consideri il vivace dibattito in corso nel nostro Paese sulla presenza di troppe Autorità e sull'esigenza di introdurre una "*Corporate Governance*" anche per le *authorities* di con-

Le società incaricate del funzionamento del mercato borsistico

Nel definire la concorrenzialità del quadro disciplinante un sistema finanziario locale, non si può dimenticare l'importante ruolo assunto dalle società che sono preposte all'organizzazione ed al funzionamento del mercato borsistico. In questi ultimi anni, tali società hanno subito significative trasformazioni strutturali, destinate ad aumentare la loro efficienza ed accrescere l'attrattività dei mercati finanziari e, come ultima conseguenza, la competitività dei sistemi economici nazionali.

Un primo rilevante cambiamento riguarda il processo di privatizzazione, che ha via via interessato tutte le società responsabili delle borse valori, trasformandole in imprese commerciali che, nel perseguire fini di massima efficienza e redditività, forniscono alla collettività finanziaria servizi ad alto valore aggiunto. Queste finalità non possono mai essere viste isolatamente, ma considerate come la risultante di un forte e costante impegno profuso dalle società in parola nello sviluppare al massimo la vitalità del loro mercato; vitalità che viene sinteticamente intesa come possibilità offerta ai vari attori di negoziare titoli alle migliori condizioni di liquidità, trasparenza e competitività (71).

Un secondo cambiamento è frutto della rivoluzione tecnologica e, in particolare, dell'adozione di sistemi di scambio automatizzati che, eliminando la necessità di disporre di

trollo. In qualità di Presidente del Consiglio, Giuliano Amato ha osservato, "Banca d'Italia, CONSOB, Isvap, Antitrust ecc.: il mercato finanziario è affollato di troppe authorities. Talvolta assumono posizioni contraddittorie l'una con l'altra, spesso sono poco trasparenti sui motivi delle loro decisioni. Qualcuna non ha neppure i poteri sufficienti per svolgere i compiti che lo Stato le assegna. Quel che è certo è che sottopongono i soggetti vigilati ad un costo di regolamentazione eccessivo, con frequenti duplicazioni di procedure e snervanti iter autorizzativi". Da *Troppe authority soffocano il mercato*, Il Sole 24 Ore del 9 febbraio 2001, e *Riduciamo il numero delle Authority*, Il Corriere della Sera, 11 febbraio 2001.

(71) Da www.borsaitalia.it, *Gli Obiettivi di Borsa Italiana SpA*.

uno spazio fisico utile per dare luogo alle negoziazioni, hanno rimosso la principale barriera fisica, che restringeva l'accesso ai luoghi di scambio ad un numero limitato di operatori ammessi alle transazioni. L'innovazione tecnologica ha poi accelerato ulteriormente il fenomeno già in atto di alleanze ed accordi tra le società deputate alla gestione delle varie borse locali, che sempre più collaborano in vista di piattaforme di accesso comune o, più semplicemente, ricercano accordi di reciproco accesso ai dati rilevanti: è evidente che se un operatore deve cercare su due o più mercati separati il miglior prezzo a cui concludere una transazione, diminuisce la probabilità che egli riesca a concludere l'operazione in tempi rapidi ed alle migliori condizioni.

Il campo di manovra globale presidiato dai principali *player* spinge l'integrazione dei mercati, nell'ottica di migliorare la trasparenza, la tempestività e la liquidità delle negoziazioni. La soluzione che oggi incontra maggiori favori è quella di creare, attraverso solide alleanze, una sorta di mercato virtuale unico, nel quale piattaforme comuni, rese possibili da tecnologie unificanti, consentono un sistema di condivisione in tempo reale delle informazioni tra i vari mercati e permettono l'esistenza di una struttura decentrata, senza accusare i costi (numero ristretto di partecipanti e scarsa liquidità) legati alla frammentazione dei mercati finanziari. In tal modo, si vuole preservare una certa autonomia competitiva della "piazza locale" in termini di vantaggio da localizzazione domestica e, nel contempo, sottrarsi al rischio di essere "tagliati fuori" da fenomeni di concentrazione (si pensi al tentativo di fusione tra le borse di Londra e di Francoforte), che potrebbero deviare dal mercato nazionale flussi consistenti di capitali, attratti da borse che presentano maggiore liquidità e vogliono assumere una posizione egemonica, almeno per il segmento delle *blue-chips* (72).

(72) Dalla Relazione di S. Preda, *L'equilibrio tra stockholders e stakeholders*, presentata al Convegno annuale AIDEA svoltosi a Genova il 26 ottobre 2000. Per un approfondimento si rinvia anche al-

L'auspicata collaborazione tra le varie borse locali propone inevitabilmente il tema dell'armonizzazione delle regole a cui devono essere soggetti i mercati: in quest'ottica, appare quanto meno discutibile pensare che le decisioni tecniche necessarie per il funzionamento dei mercati (per tutti i provvedimenti sul *pricing* o sul *listing*) siano lasciate ad *authorities* nazionali, in nome di una presunta superiorità di queste istituzioni, quasi-pubbliche, nel tutelare gli interessi degli investitori. È invece preferibile che le società incaricate di organizzare le borse siano lasciate libere di occuparsi di ciò, ricercando le condizioni più favorevoli per lo sviluppo del mercato domestico e per il suo completo e soddisfacente inserimento nei circuiti finanziari internazionali. La tendenza alla deregolamentazione rappresenta in questo senso un fenomeno in linea con la convergenza dei mercati, perché permette risposte tempestive — per esperienza inconciliabili con i tempi imposti dalle lungaggini burocratiche — alle sempre più sofisticate e pressanti esigenze espresse dai primari attori internazionali.

Va da sé che le società private incaricate della gestione delle borse sono oggi chiamate ad assolvere un ruolo cruciale nel promuovere la competitività del mercato borsistico e, più in generale, del sistema economico locale: ruolo che devono anzitutto legittimare con la loro reputazione, cioè con le testimonianze di serietà di cui hanno dato prova in passato e con l'autorevolezza e l'autonomia delle persone che le governano. In quest'ottica va letto il dibattito in corso nel nostro Paese sull'opportunità che la società italiana incaricata della gestione del mercato mobiliare italiano si quoti essa stessa, seguendo il cammino tracciato dai propri competitori. Da un lato, infatti, sono stati formulati interrogativi sui possibili conflitti di interessi a cui si andrebbe inevitabilmente incontro, anzitutto in fase di ammissione al

l'articolo di F. Giordano, *Il « sistema virtuale di mercato »: un modello per la Borsa paneuropea*, in *Il Sole 24 ore*, 16 gennaio 2001.

listino (*“la Borsa ammette se stessa, chi controlla”*) e di scelta delle banche (peraltro i maggiori istituti sono anche soci di Borsa Italiana) che agiranno da *global advisor*, accompagnando quindi la società alla quotazione. D’altro lato, è stato fatto notare come il collocamento sul mercato del 35% del capitale dovrebbe consentire alla società di reperire capitali sufficienti per finanziare autonomamente il proprio sviluppo e raccogliere la sfida lanciata dalle altre borse europee (*“negoziare alleanze da una maggiore posizione di forza o eventualmente usare i propri titoli come moneta per scalare i propri concorrenti”*), che di recente hanno preceduto Borsa Italiana quotando con successo i loro titoli sui rispettivi mercati (73). Oltre a questo aspetto, sono stati messi in luce i positivi risvolti in tema di *Corporate Governance* attesi dal progetto di quotazione della nostra società di gestione del mercato mobiliare. Attraverso l’aumento di capitale e la conseguente apertura a nuovi azionisti, si otterrebbe un’automatica diluizione del grado di controllo da parte delle maggiori banche socie, determinando in conclusione una maggiore *disclosure* del sistema nel suo complesso.

(73) “La prima a quotarsi è stata la svedese OM, che gestisce la Borsa di Stoccolma e che addirittura con le risorse reperite quotandosi l’estate scorsa tentò ambiziosamente di inghiottire un boccone troppo grosso, lo Stock Exchange di Londra, la maggiore delle Borse europee. La Deutsche Boerse, che l’anno scorso era di questi tempi impegnata in un flirt, anch’esso fallimentare con la stessa Londra, a febbraio ha preso la via del listino e oggi capitalizza circa 4 milioni di euro. Olso e Helsinki sono altre due borse che hanno finalizzato la propria quotazione nei giorni scorsi. La prossima settimana saranno annunciati i dettagli della quotazione di Euronext, l’unione tra le Borse di Parigi, Amsterdam e Bruxelles. La sua capitalizzazione si aggirerebbe sui 3,2 miliardi di euro.” Da *Le Borse puntano sulla Borsa*, di A. Meli, Il Sole 24 Ore del 16 giugno 2001.

Capitolo Quarto

PROPRIETÀ E CONTROLLO NEL CAPITALISMO DI DOMANI

Sommario: Premessa. — 4.1. La *Corporate Governance* ed il valore di mercato delle società emittenti. — 4.2. L'« azionista ideale » nell'ottica della *Corporate Governance*. — 4.3. Le responsabilità degli investitori istituzionali nell'ottica di un nuovo modello di *Governance*.

Premessa

Le imprese sono osservate e valutate avendo riguardo anche al loro sistema di *Governance*, che definisce la qualità delle relazioni intrattenute dall'impresa con i suoi vari interlocutori. Nelle pagine precedenti, si è prevalentemente posto l'accento sull'attitudine del sistema ad informare la bontà dei rapporti intrattenuti dall'azienda con il mercato azionario, che istituisce significative correlazioni tra il modello di governo aziendale adottato dalla società emittente e l'andamento borsistico dei suoi titoli. In proposito, non si può fare a meno di ricordare come il miglioramento delle strutture e dei meccanismi di *Corporate Governance* si riflette sulla qualità e sull'efficacia del processo decisionale e quindi, in ultima analisi, sulle aspettative di performance aziendali. A ciò si aggiunga come il sistema di *Governance* aziendale influenza la liquidità/ volatilità del titolo, in quanto rappresenta un importante strumento per proteggere i fondamentali diritti degli azionisti (d'informativa, di *exit*, di *voice*).

Ma, si è osservato, il giudizio del mercato è fortemente orientato dai *sentiment* degli intermediari finanziari, i quali sono in grado di mettere in campo forze e competenze per monitorare le società quotate e difendere nel contempo an-

che i diritti dei piccoli azionisti *outsider*, operando a tal fine pressioni sulla leadership aziendale con intensità neppure paragonabile con quella esercitabile da parte degli altri azionisti di minoranza. Non a caso, taluni autorevoli studiosi hanno fatto osservare come gli ordinamenti societari affidano in misura crescente proprio agli intermediari istituzionali le sorti della democrazia societaria del terzo millennio.

Nella parte conclusiva del capitolo, si è quindi posto l'interrogativo se questi investitori professionisti possono effettivamente ricoprire il ruolo degli « azionisti ideali del capitalismo di domani »; vale a dire essere gli attori di un profondo cambiamento del sistema di governo economico nella direzione di una sempre maggiore *accountability* del vertice aziendale nei confronti dell'ambiente circostante.

4.1. La Corporate Governance ed il valore di mercato delle società emittenti

In questo capitolo l'attenzione si sposta nuovamente alle imprese, poste al centro del modello introdotto al par. 3.1. per spiegare l'attualità dei temi di *Corporate Governance*. Il modello, in estrema sintesi, fa risalire il processo di miglioramento del governo economico aziendale ad un circuito virtuoso, destinato a rispondere nello stesso tempo agli interessi degli investitori (ma anche degli altri *stakeholder*) e delle imprese. Da un lato, il mercato vede nel sistema di governo aziendale (inteso anche nei suoi caratteri di trasparenza e di *accountability*) un'importante leva per accrescere l'attrattività dell'investimento azionario e per assicurare un'adeguata protezione ai diritti dei soci *outsider*. D'altro lato, le imprese hanno tutto l'interesse a rispondere favorevolmente a queste istanze formulate dal mercato, poiché in ciò ravvisano l'opportunità per attrarre nuovo capitale a condizioni più vantaggiose. L'aumento della liquidità dei titoli, dovuta ad una maggiore diffusione tra il pubblico, contribuisce a ridurre il costo dell'*equity*. A ciò fa seguito una più elevata capitalizzazione di borsa, a cui si accompagna una crescita dei vari multipli

(primi tra tutti il “P/BV”, *price to book value*, il “P/E”, *price to earning*, il “P/EBIT”, *price to earning before interests and taxes*), i quali, com'è noto, esprimono la valorizzazione dei prezzi di mercato implicitamente rapportata a differenti grandezze economiche aziendali. Se i multipli di borsa migliorano, aumenta tra l'altro la possibilità di fare ricorso ad emissioni azionarie o scambi azionari per crescere e fare acquisizioni.

Una buona visibilità sul mercato fa sì che le imprese emittenti dispongono di una più ampia vetrina per i loro titoli ed aspirano ad una maggiore stabilità dei corsi borsistici. Non a caso, nell'aprile del 2001, la Borsa di Milano ha introdotto il cosiddetto segmento STAR per promuovere società quotate di medie dimensioni (con capitalizzazione inferiore agli 800 milioni di euro), che hanno potenzialità di sviluppo e requisiti di qualità, ma fino a quel momento trascurate dagli operatori per una scarsa conoscenza delle realtà emittenti o per flottanti troppo limitati. In questo modo la società di gestione del mercato mobiliare intende accrescere l'interesse degli investitori verso titoli meritevoli di attenzione e, di conseguenza, aumentare la liquidità. Del resto è innegabile che poter contare su di un mercato azionario efficiente e qualificato costituisce un importante fattore di competitività per le imprese emittenti.

Giova inoltre ricordare che — oltre alla presenza di uno specialista esterno incaricato “*di svolgere attività di sostegno della liquidità del titolo e di analisi finanziaria*” — il requisito chiave richiesto dalla Borsa Italiana per essere ammessi nel segmento STAR è rappresentato dalla completa adesione delle emittenti alle *best practice* di *Corporate Governance* (con obblighi, tra l'altro, di istituire il comitato per il controllo interno; di una presenza adeguata di consiglieri indipendenti, debitamente qualificati, all'interno dell'organo amministrativo; di designare un *investor relator* per tenere i rapporti con gli investitori; di un'assoluta conformità (*compliance*) ai criteri di trasparenza dell'informativa, ivi compreso l'elenco della documentazione da rendere tempestivamente disponi-

bile anche sul sito web societario nonché l'obbligo di comunicare i dati trimestrali) (1). Un'esautiva e soddisfacente risposta a diffuse domande di buon governo aziendale e di trasparenza dell'informativa costituisce un'importante leva per attrarre l'interesse degli investitori che agiscono con un'ottica di medio lungo periodo e, per questo, sono più attenti a monitorare sistematicamente i fondamentali aziendali (2).

Un modello di *Governance* adeguato partecipa quindi alla formazione del valore economico; il che vuol dire che una quota parte del complessivo valore aziendale sarebbe imputabile "in via autonoma" al fattore di *Governance*.

(1) Da avviso n. 1497 della Borsa Italiana SpA riportante le *Modifiche alle Istruzioni al regolamento di Borsa*, approvate nella riunione del Consiglio di Amministrazione del 15 febbraio 2001. V. anche G. Nardozzi, *Una carta da giocare sul tavolo europeo*, su *Il Sole* 24 Ore del 24 febbraio 2001.

(2) A breve distanza dal lancio del segmento STAR è difficile formulare un fermo giudizio sulla validità dell'iniziativa. Le prime indicazioni paiono peraltro confortanti. Sulla base dei dati forniti da Borsa Italiana, il segmento STAR, nel primo mese di vita, ha fatto registrare rispetto all'andamento generale del listino scambi in crescita sia per controvalore (+14%) sia per contratti (+13%) rispetto alla media del primo trimestre. La volatilità per le azioni STAR è scesa ad aprile del 2001 al 19,4%, dal 29% del primo trimestre. Per un approfondimento si rinvia a, *L'inchiesta di MFT*, pubblicata su *Milano Finanza* del 22 maggio 2001 "Questi dati possono significare da un lato una maggiore efficienza, anche se minori opportunità di guadagno (e di perdita) rispetto al Nuovo Mercato. Tuttavia in merito alle performances dei titoli va osservato che il nuovo segmento della Borsa Italiana non è certo partito in un momento felice e non è in controtendenza rispetto all'andamento generale. È necessario aspettare, le potenzialità di sviluppo sono decisamente ampie e ci si attende in futuro la presenza ed il maggior coinvolgimento degli operatori istituzionali, che sicuramente apprezzeranno più dei retail le comunicazioni periodiche fornite dalle società". Si segnala infine che sul sito internet di Mediobanca (www.mbres.it) appare dal giugno 2001 l'indice giornaliero del segmento Star. Da tale dato risulta che anche le performance di queste imprese risultano comunque superiori (in media più 4%) di quelle registrate nel complesso da "Piazza Affari" (+ 0,25%).

A conferma di ciò si riportano i risultati di una ricerca, a suo tempo commissionata da Assogestioni, sulle “variabili” che i responsabili dei principali fondi nazionali valutano importanti quando acquistano le azioni. Tra i primi cinque elementi determinanti l’attrattività del titolo presi in considerazione dagli investitori istituzionali, ve ne sono ben tre riconducibili a temi di governo aziendale. Immediatamente dopo le aspettative di crescita degli utili, che continua ad essere il primo criterio discriminante, vi sono infatti considerazioni sulla qualità del management e sulla completezza e tempestività dell’informativa societaria. Al quinto posto viene poi inserita la correttezza messa in luce in passato dalla società nel rispettare le regole del mercato (3).

In un altro studio, curato dalla società di consulenza McKinsey, si è provato persino a quantificare la componente

(3) Dalla ricerca, *Le attese degli investitori istituzionali nei confronti delle società quotate*, presentata da Assogestioni al convegno di Como il 3 ottobre 1998. In particolare, è stata formulata la seguente domanda a quaranta gestori di fondi, “Tra le diverse variabili che possono essere prese in considerazione nell’acquisto di una Società quotata in Borsa, indichi quale Lei di solito giudica essenziale, molto importante, abbastanza importante o poco importante”. Le risposte sono state rielaborate e “pesate” attribuendo il punteggio 4, se la variabile è ritenuta Essenziale; 3 Molto importante; 2 Abbastanza importante e 1 Poco importante. Di seguito si presentano i risultati della ricerca.

Le variabili più importanti nell’acquisto di azioni

	Voto		Voto		Voto
Potenzialità crescita degli utili	3,7	Qualità del management	3,4	Completezza informazione societaria	3,2
Prospettive del settore	3,0	Tradizione vero rispetto regole mercato	2,8	Solidità patrimoniale	2,8
Stock option e bonus legati ai risultati aziendali	2,7	Vantaggio posizione competitiva	2,7	Eticità del management	2,7
Liquidità del titolo	2,7	Qualità e indipendenza membri del CDA	2,7	Controllo del CdA sulle scelte strategiche aziendali	2,6
Capacità storica di generare profitti	2,4	Peso del titolo all’interno di un indice rilevante	2,1	Politica dei dividendi	1,8

differenziale di valore attribuibile in via autonoma al governo aziendale attraverso una serie di interviste, svolte in collaborazione con *Institutional Investor Inc*, su di un campione composto da oltre 100 responsabili dei maggiori fondi di investimento (4). In particolare è stato chiesto agli investitori se, confrontando due imprese che presentavano entrambe ottime performance, essi sarebbero stati disponibili a riconoscere un maggior prezzo ai titoli di una delle due a motivo della qualità del modello di *Governance* adottato. Due terzi degli interrogati hanno risposto affermativamente ed oltre la metà si è detta in grado di poter dare un peso al premio in parola, che, mediamente, è risultato nell'intorno del 16%. Tenendo conto di tutte le interviste — vale a dire anche di coloro che hanno dichiarato influenti le questioni di *Governance* ai fini del prezzo d'acquisto del titolo — è stato ottenuto un valore medio di circa l'11%.

La misura di questa percentuale pone l'interrogativo se il valore aziendale autonomamente attribuibile al sistema di *Governance* sia giustificabile su basi razionali e dimostrabili o, al contrario, se sia frutto di eccessive aspettative e, di conseguenza, assimilabile ad una sorta di atto di fede professato dagli investitori su di un argomento di "gran moda" (5).

(4) Si veda di R. Felton, A. Hudnut e J. Heeckeren, *Putting a value on board governance*.

(5) Il seguente esempio mette in luce il consistente miglioramento richiesto nei principali *driver* economici per giustificare un aumento dell'11% del prezzo del titolo per la qualità della *Governance* aziendale.

Società campione (dati in US \$ milioni)		Un aumento dell'11% del prezzo di borsa sarebbe raggiunto con:
Ricavi	1.000	una crescita dei Ricavi di \$.110 milioni in perpetuo
Costo variabile del venduto	600	una riduzione del Cvv del 2% in perpetuo
Costi fissi	300	una riduzione dei Cf del 4% in perpetuo
EBIT	100	un aumento dell'EBIT dell'11% o di \$11 milioni in perpetuo

Come si può notare dalla tabella, il premio attribuito dagli investitori è equiparabile ad una previsione di miglioramento del risultato

Per rispondere a questo interrogativo, può essere di qualche utilità ripercorrere le principali correlazioni esistenti tra il modello di governo adottato dall'impresa e le valutazioni che stanno a monte dei prezzi che si formano sul mercato.

In primo luogo, si ricorda come il miglioramento delle strutture e dei meccanismi di *Corporate Governance* si riflette sulla qualità e sull'efficacia del processo decisionale. Gli investitori che valutano positivamente il sistema di governo di un'azienda nutrono pertanto fiducia nella capacità di portare avanti strategie generatrici di valore che, in prospettiva, consentiranno agli azionisti di ottenere rendimenti superiori a quelli medi offerti dal listino. Acquistare titoli di imprese "ben governate" significa pertanto confidare nelle opportunità che si dischiudono per la prevedibile crescita del valore economico (*Long term value*) che, nel medio periodo, si rispecchierà verosimilmente sulle quotazioni di mercato.

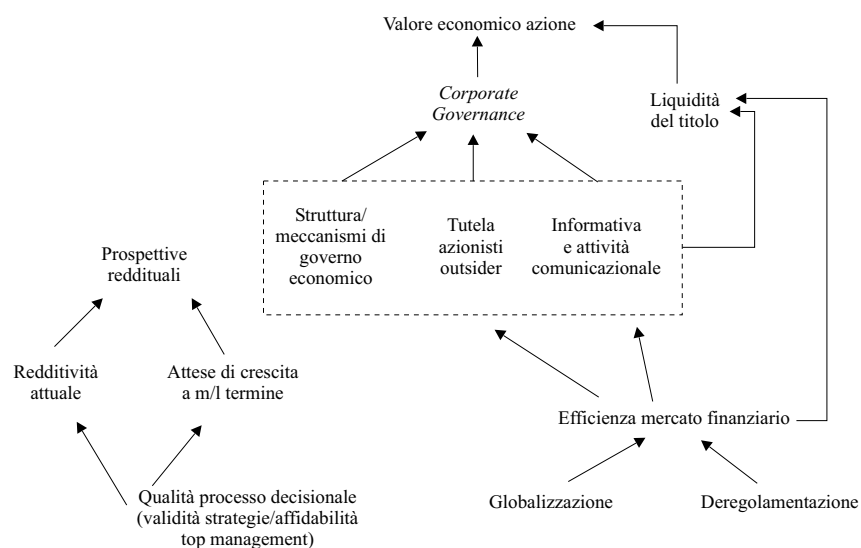
In secondo luogo, il sistema di *Governance* adottato dall'impresa rappresenta un valido strumento per salvaguardare i diritti (d'informativa, di *exit* e di *voice*) degli azionisti e, più in generale, per limitare i rischi legati al verificarsi di eventi aziendali negativi, a cui si accompagnano inevitabilmente flessioni nel corso dei titoli. Ma, anche se tali sfavorevoli eventi fossero già accaduti, il mercato si attende che un buon sistema di governo permetta all'azienda di affrontare tempestivamente i problemi a cui va incontro e di compiere un'inversione di marcia in tempi più rapidi e con costi più contenuti (6).

operativo (EBIT) dell'11% in perpetuità. Per toccare con mano il potenziale di miglioramento necessario per raggiungere questo ambizioso obiettivo (EBIT + 11%), si considerino l'intensità degli sforzi richiesti in termini di taglio di costi operativi (espressi dal Cvv) o di recupero di produttività (espressi dai Cf).

(6) "Good corporate governance is somewhat akin to headlights on a car. If these two companies are in a daytime race — nothing goes wrong — then they're evenly matched. If the race goes on past dusk, however, the company with good governance has the headlights to deal with problem". R. Felton, A. Hudnut e J. Heeckeren, *Putting a value on board governance*.

Da ultimo, non si può trascurare il carattere emulativo che accomuna gli investitori. Un punto centrale a fondamento delle loro decisioni è l'anticipazione delle scelte degli altri investitori, cioè prevedere come reagirà il mercato agli elementi informativi che vengono portati alla sua conoscenza. Parafrasando Keynes, « impegniamo il nostro intelletto ad anticipare quale l'opinione media ritenga essere l'opinione media ». Se taluni investitori hanno la percezione che il modello di governo adottato dalle imprese rappresenti comunque un fattore premiante per una parte importante del mercato, essi, per questo solo fatto, presteranno dovuta attenzione al profilo della *Governance* delle imprese, a prescindere dalle loro personali convinzioni sulla rilevanza assegnabile a questo tema.

Figura 4.1. — La Corporate Governance ed il valore di mercato del titolo



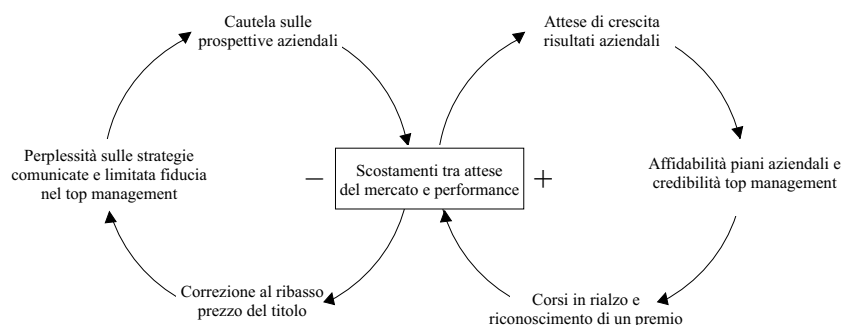
Le imprese, in conclusione, sono sempre più monitorate e valutate avendo riguardo anche alle questioni afferenti il sistema di *Governance* adottato. Questo, osservando la figura che precede (Fig. 4.1), favorisce il formarsi di un

ambiente decisionale idoneo a dare corpo a valide strategie, sulle quali fondare ragionevoli prospettive di reddito e, nel contempo, favorisce la liquidità del titolo sul mercato, con ovvie implicazioni sul costo del capitale a cui scontare i flussi attesi di reddito.

Si osservino ora le relazioni che legano il valore di capitalizzazione di borsa con le aspettative del mercato, riassumibili in una prospettiva di crescita degli utili in un contesto di trasparenza e rispetto degli interessi di tutti gli azionisti. I risultati conseguiti e i comportamenti adottati dall'impresa sono sistematicamente monitorati e valutati dagli investitori per confermare la correttezza del loro giudizio che, in ultima analisi, si compendia nella quotazione del titolo. Eventuali scostamenti/sorprese, che sorgono tra le prestazioni attese (si pensi al riguardo ai cosiddetti *consensus* espressi dagli analisti finanziari) e quelle effettivamente realizzate dall'impresa, danno sovente origine a decisi interventi correttivi sul valore di mercato del titolo (7), qui spiegati ricorrendo ad un modello circolare (figura 4.2).

(7) Sull'importanza di comunicare tempestivamente al mercato eventuali scostamenti al ribasso tra i risultati ottenuti e quelli attesi, si è di recente espressa la CONSOB, preoccupata che non si formino eccessive asimmetrie informative tra emittenti e pubblico in presenza di brusche correzioni in negativo degli andamenti aziendali rispetto alle previsioni. Nella Comunicazione del 18 maggio 2001, si legge: "Nelle informazioni che le società emittenti diffondono al pubblico, i dati previsionali hanno un'influenza rilevante sulla formazione delle aspettative degli investitori e di conseguenza sull'andamento delle quotazioni degli strumenti finanziari emessi dalle società. ... Deve quindi essere cura degli emittenti garantire un'informazione finanziaria regolare e frequente allo scopo di ridurre l'incertezza valutativa degli investitori. Con specifico riferimento all'opportunità di emettere « profit warning » e sul « consensus estimate », si raccomanda inoltre di: a) monitorare sistematicamente il « consensus » di mercato, anche attraverso la valutazione delle analisi finanziarie pubblicate; b) esaminare significativi scostamenti tra risultati attesi dal mercato e risultati attesi dalla società, individuarne le ragioni e, conseguentemente, invitare gli analisti a riconsiderare le aspettative attraverso la diffusione di « profit warning » elaborati sulla base di previsioni aggiornate".

Figura 4.2. — Aspettative degli investitori e performance aziendali (8)



Nel circuito virtuoso collocato a destra, la prevista crescita dei risultati aziendali legittima e sostiene le aspettative degli investitori sul prossimo aumento del corso borsistico del titolo, che viene quindi negoziato a prezzi che riconoscono un premio. Se poi i fondamentali aziendali crescono in misura superiore al previsto, il mercato rafforzerà ulteriormente il suo giudizio sulla validità delle strategie adottate e sulla credibilità del vertice aziendale chiamato a realizzarle e, di conseguenza, darà nuovo impulso all'andamento rialzista del titolo, che sarà quindi negoziato a multipli sempre più elevati, commisurati alle sue grandi potenzialità di sviluppo.

Nel circuito di sinistra, uno scostamento al ribasso tra le aspettative degli investitori e le performance aziendali determina un atteggiamento di maggior cautela sui piani di sviluppo comunicati dal vertice aziendale e diffonde un clima di scetticismo attorno alle possibilità di crescita di valore del titolo, che può subire nuove correzioni al ribasso ed esporre la società emittente al rischio di scalate ostili.

La circolarità del modello enfatizza quindi la costante attenzione e sensibilità che il top management deve prestare alle aspettative del mercato nonché il *commitment* da pro-

(8) Figura adattata da V. Terzi in *Strategie per accrescere il valore di mercato dell'impresa*, cit.

fondere nella ricerca di performance che, per quanto possibile, siano superiori alle aspettative stesse. In questo scenario disattendere le attese del mercato e, a maggior ragione, assumere atteggiamenti lesivi degli interessi degli investitori *outsider*, può costare assai caro alle imprese e al loro vertice. In un mercato orientato dai *sentiment* degli intermediari, le ripercussioni possono andare ben oltre le semplici manifestazioni di dissenso espresse da questi grandi investitori, per tradursi invece in clamorose bocciature, a cui fanno spesso seguito rilevanti flessioni dei prezzi dei titoli.

Anche nell'esperienza nazionale si annoverano ormai numerosi casi in cui il mercato ha reagito con veemenza, soprattutto quando le operazioni di finanza straordinaria sono state giudicate eccessivamente diluitive del valore unitario dei titoli quotati. A titolo esemplificativo, si menzionano negli ultimi mesi del 2000 le decise reazioni degli investitori ad importanti acquisizioni intraprese da primarie banche popolari, i cui titoli hanno subito un vero tracollo (9) in quanto il mercato ha valutato le operazioni eccessivamente premianti per i vendi-

(9) Il riferimento è all'acquisto della Carime da parte della Banca Commercio e Industria, ad un prezzo di 2.300 miliardi di lire, e l'acquisto della Banca di Legnano, da parte della Banca Popolare di Milano, ad un prezzo di 2.000 miliardi di lire. In un articolo pubblicato su Milano e Finanza del 6 gennaio 2001 viene così sintetizzata la situazione: "Se negli uffici studi prevale il scetticismo, il verdetto della borsa è stato impietoso. Solo tre giorni dopo l'annuncio dell'acquisizione di Carime, quel venerdì 17 novembre, le azioni della Commercio & Industria hanno bruciato il 16% del loro valore. A oggi il bilancio di piazza Affari è in rosso di oltre il 28%. Quanto alla Popolare di Milano, invece, l'acquisizione della Banca di Legnano, resa nota il 19 dicembre, è costata un deprezzamento di quasi il 20%. Un bilancio comunque più roseo di quello delle tre sedute successive all'annuncio, che aveva fatto scendere i prezzi di oltre il 30%. Ma il diluvio che ha investito le azioni dei due istituti, per ora legate allo stesso destino, potrebbe non giustificare a parere degli analisti una scommessa da parte del mercato nel breve periodo. Quella di Piazza degli Affari non è stata una reazione emotiva, sostengono i responsabili degli uffici studi degli investitori istituzionali".

tori ed assai meno per i compratori. Ma l'esempio certamente più eclatante è rappresentato dalla clamorosa bocciatura, *in primis* da parte dei fondi comuni d'investimento, di un'operazione di fusione, orchestrata dalla più prestigiosa istituzione finanziaria nazionale, che prevedeva un concambio ritenuto oltre misura premiante gli azionisti dell'incorporata, a tutto discapito di quelli dell'incorporante. E proprio il fallimento di quest'ultima operazione è stato ampiamente commentato dalla stampa (V. Tabella 4.1), che lo ha descritto come una tappa di spicco per la *Governance* italiana : il chiaro esempio che « *anche nel nostro Paese le azioni non si pesano ma si contano* » e la dimostrazione che gli investitori istituzionali, nel dare voce ai piccoli azionisti *bonsai* (quelli cioè sottoposti ad una "costante potatura"), hanno decretato il successo del mercato e delle sue regole sulla « *logica del salotto buono* ».

Tabella 4.1. — La mancata fusione Falck - Montedison

Nell'assemblea dei soci della Montedison del 27 febbraio 2001 la proposta di fusione per incorporazione non otteneva il quorum deliberativo. Il rapporto di cambio proposto, 5 azioni Falk ogni 31 azioni Montedison, era già stato criticato da Assogestioni con una sua comunicazione del 26 gennaio 2001 inoltrata al vertice di Montedison e per conoscenza alla Consob. Per dare evidenza del clamore suscitato dalla bocciatura assembleare è sufficiente scorrere i quotidiani dell'ultima settimana del febbraio 2001. Su, *La Repubblica*, del 28 febbraio, Turani ha osservato che « *La vicenda comunque è ricca di insegnamenti. Il primo e più importante è che qualche centinaio di fondi di investimento (più migliaia di day-traders) cominciano a fare la differenza rispetto a prima: oggi non è più consentito a nessuno fare quello che si vuole dentro le società per azioni. Nemmeno a istituzioni sacre come a Mediobanca. Se qualche tempo fa era capitato a Colaninno (ma il capo di Telecom è sempre stato considerato un outsider), adesso tocca alla più prestigiosa delle nostre istituzioni finanziarie mangiare la polvere davanti ai soci riuniti in assemblea* ». Sempre sui quotidiani dello stesso giorno Locatelli, in un articolo sul *Sole 24 Ore*, dal titolo, « *Una scelta nel segno del mercato* », ha scritto: « *Ora si può ben dire che anche da noi le azioni non si pesano, ma si contano. Il patto di fedeltà che per decenni aveva legato alcune dinastie industriali e finanziarie oggi non funziona più. Oggi ogni azionista deve fare i conti con il mercato e giudica ogni operazione in base alla convenienza per la sua società, e basta* ». Nella rubrica Focus

su, *Il Corriere della Sera*, si legge, “Per una volta a decidere sono stati tutti gli azionisti, o perlomeno i molti (oltre il 70%), che hanno partecipato all'assemblea. Insomma, quello che si è celebrato ieri — a prescindere dal risultato — è stato uno dei primi, grandi eventi della giovane democrazia azionaria italiana. Il “mercato” anche in Italia da segni di vita: ha già costretto Colaninno ad una precipitosa marcia indietro sul riassetto del suo gruppo, lo sta mettendo sotto pressione per l'annunciata conversione delle risparmio Telecom, ha — incredibile ma vero — bocciato un'operazione inventata e costruita da Mediobanca”. Marco Onado, su *Il Sole 24 ore* del 1° marzo 2001 ha così commentato la vicenda: “L'epilogo di martedì è un'ulteriore vittoria dei grandi investitori istituzionali, questa volta attribuibile quasi esclusivamente ai fondi italiani e alla loro associazione di categoria, a differenza di occasioni precedenti, in cui erano stati gli stranieri ad assumere l'iniziativa ... la risposta [all'operazione] è stata un'autentica ribellione, una vera rottura di un tabù o, se si preferisce, il superamento del complesso di Edipo. Atti dopo i quali, come insegna Freud, si è diventati finalmente adulti”. L'editoriale di Milano Finanza del 3 marzo ha concluso la rassegna sottolineando come, “È impensabile che dopo lo sviluppo del mercato finanziario italiano, dopo l'adeguamento della normativa al resto del mondo, anche gli investitori di questo Paese, chiunque siano, non abbiano ben presente i loro diritti e non intendano farli rispettare. Non si era mai dato, del resto, il caso che dopo il fiasco Montedison Falck il coro dei giornali nazionali e internazionali fosse unanime : finalmente ha vinto il mercato”.

4.2. L'« azionista ideale » nell'ottica della *Corporate Governance*

Il sistema di governo aziendale definisce la qualità delle relazioni che si instaurano tra l'impresa ed i suoi principali interlocutori: al riguardo il precedente paragrafo è servito per porre l'accento sull'attitudine del sistema ad informare la bontà dei rapporti intrattenuti dall'azienda con il mercato azionario. L'impresa che accede al pubblico risparmio può mantenere con esso un proficuo e duraturo rapporto, a condizione che il modello di *Governance* adottato sia rispondente alle attese degli investitori attuali e potenziali. Solo movendo da questa semplice considerazione, i vertici delle società emittenti possono darsi ragione dei comportamenti tenuti dagli azionisti e, soprattutto, cercare di mantenerli coesi attorno ad un progetto imprenditoriale condivisibile.

Il fatto è che i massimi responsabili aziendali, sempre pronti a manifestare in pubblico frustrazioni sulla volatilità dei titoli ed esprimere disappunto sulla miopia e sull'erraticità del mercato, si sono preoccupati ben poco di curare i rapporti con i propri azionisti, comprendere a fondo le loro esigenze, sviluppare piani di comunicazione improntati alla massima trasparenza e credibilità, orientare la *policy* aziendale a selezionare gli azionisti "migliori", proprio perché questi non sono tutti eguali per l'impresa (si pensi alle differenze che corrono tra gli investitori istituzionali ed i piccoli *trader* speculativi).

È pertanto interesse dell'impresa sapere segmentare gli azionisti attuali e potenziali, definendo i soci target da raggiungere e fidelizzare, esattamente come è solita fare con la propria clientela (10).

Traendo spunto da un noto saggio di Michael Porter (11), nel quale viene tratteggiato il profilo dell'« azionista ideale », sporge spontanea la domanda se i principali intermediari finanziari non possano aspirare, meglio di altri soggetti, ad esercitare il ruolo dell'« *ideal owner* ». Nel saggio in parola, la forma proprietaria estremamente frantumata e volatile, tipica del mercato finanziario americano prima della prepotente affermazione degli investitori professionali, viene indicata tra le cause che stanno all'origine del forte orientamento al profitto aziendale di breve termine, a cui tante *corporate* hanno per lungo tempo informato le loro strategie. A questa forma proprietaria (12), secondo Porter corrisponso-
 bile con il top management del declino accusato dall'industria

(10) Sulla fidelizzazione degli azionisti V. anche *Corporate Governance, Odissea del Valore*, di Claudio Scardovi.

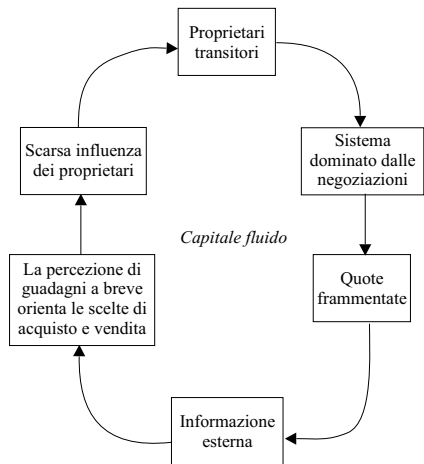
(11) Da Michael E. Porter, *Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry*, Research Report to Council of Competitiveness and co-sponsored by the Harvard Business School, June 1992. La ricerca è stata ampiamente ripresa al cap. 13 di M. Porter, *On Competition*, trad. it., *Strategia e Competizione*.

(12) Dall'autore definita anche come "capitale azionario fluido", le cui caratteristiche sono sintetizzate nello schema di fig. 4.3.

americana negli anni '70, si va a contrapporre un differente assetto proprietario, giudicato meglio rispondente alla durezza funzionalità d'impresa, composto da un nucleo di soci meno frammentato e, soprattutto, impegnato a mantenere un rapporto di partecipazione meno precario con l'impresa emittente. Pertanto: *“the long-term interests of companies would be better served by having a small number of long term near-permanent owners, whose goals are better aligned with those of the corporation”*.

Per lo studioso statunitense, infatti, la prolungata partecipazione alla vita aziendale spinge inevitabilmente questi “nuovi” e “diversi” azionisti ad interessarsi maggiormente dell'impresa e conoscere in profondità le sue strategie. Come contropartita di un impegno destinato a protrarsi nel medio lungo periodo, essi chiedono di esercitare appieno i diritti di controllo legati ai titoli azionari posseduti; di ottenere informazioni più complete rispetto a quelle minimali usualmente riservate agli *outsider*; di designare componenti di loro fiducia nel consiglio di amministrazione (e nell'or-

Figura 4.3. — Il capitale azionario fluido



Adattato da *Strategia e competizione*, cit.

gano di controllo se esistente); di monitorare sistematicamente il comportamento del top management disponendo degli elementi conoscitivi necessari perché prenda corpo un giudizio consapevole. Stando così le cose, il vertice aziendale assume sempre più coscienza di essere valutato per la competitività e la generazione di valore nel medio lungo periodo e, solo in misura marginale, per le opportunità speculative offerte dalla quotazione attuale del titolo. Azionisti “quasi stabili” e coinvolti per importi non risibili (di conseguenza non troppo frammentati) sarebbero dunque portatori di interessi meglio allineati con quelli dell’impresa.

Certo è che l’attività di monitoraggio riservata ai soci (compendiata secondo taluni nei cosiddetti “diritti amministrativi” che vanno ad integrare quelli “patrimoniali”) è realmente efficace a condizione che chi la esercita possieda informazioni rilevanti, competenze tecniche necessarie per svolgerla e sia in grado di operare una corretta sintesi tra gli obiettivi aziendali e quelli delle principali categorie di *stakeholder* partecipanti al progetto imprenditoriale. L’aspetto prioritario su cui l’« azionista ideale » deve concentrare la sua attenzione è quello di accertare sistematicamente che gli interessi aziendali e quelli del vertice d’impresa (amministratori e top management) siano ben allineati e coerenti tra di loro e, qualora si presentino situazioni suscettibili di possibili conflitti, rinviare la decisione definitiva alla volontà della più ampia assisi societaria.

Ma, nell’attuale panorama finanziario, quali soggetti, sempre che esistano, sono in grado di fare vivere questa figura dell’« azionista ideale »? Non lo sono i piccoli e piccolissimi risparmiatori, i quali sono gioco forza relegati a ricoprire un ruolo marginale in un clima di crescente disaffezione per le questioni societarie. È difficile altresì individuare questa figura nei soci “forti” privati, che si alleano per formare solide maggioranze assembleari precostituite: i cosiddetti noccioli duri, che controllano le società etero dirette del capitalismo nostrano. Si tratta in effetti di azionisti che

detengono cospicue e stabili partecipazioni nel capitale azionario e che partecipano attivamente alla vita dell'impresa, ma, non di rado, essi affiancano il vertice nel processo decisionale, imponendo il loro punto di vista. Ed è proprio tale sovrapposizione di ruoli, o per lo meno questa precaria distinzione, a far sì che i soci "forti" siano generalmente guardati con sospetto dal mercato, preoccupato che essi sfruttino a loro favore opportunità per massimizzare il valore fruibile dal controllo aziendale, orchestrando operazioni (già definite come *expropriation*) non conformi agli interessi degli altri azionisti, i quali, a differenza dei primi, trovano nella crescita del valore dei titoli l'unico mezzo per valorizzare l'investimento nel capitale aziendale.

Per quanto sin qui osservato, gli intermediari finanziari (*in primis* i fondi comuni d'investimento) assommano significative prerogative per ricoprire il ruolo di « azionista ideale », a patto che svolgano il loro compito con diligenza, lealtà, trasparenza ed esercitino i diritti spettanti ai soci nell'interesse esclusivo dei loro mandanti: cioè le persone che affidano i loro risparmi e che continuano ad essere i veri "proprietari" d'impresa. L'obbligo fiduciario che gli investitori professionisti assumono nei confronti dei risparmiatori non si risolve semplicemente nella designazione d'altri soggetti (gli amministratori e quindi il top management) a cui delegare *in toto* la responsabilità di accrescere il valore economico aziendale; è richiesto al contrario un più ampio e continuativo impegno a favore dei risparmiatori, che si estrinseca nell'attività di monitoraggio e nell'assumere altre iniziative ritenute utili o opportune nell'ottica dei loro mandanti. Gli investitori professionisti sono pertanto fiduciari chiamati a vigilare sull'*accountability* del vertice aziendale, ma essi stessi devono rendere sistematicamente conto del loro operato; in altre parole devono rendersi *accountable* nei confronti dei risparmiatori individuali.

Il fatto è che la realtà odierna non coincide certamente con la situazione ideale ora tratteggiata. Non per altro, nel

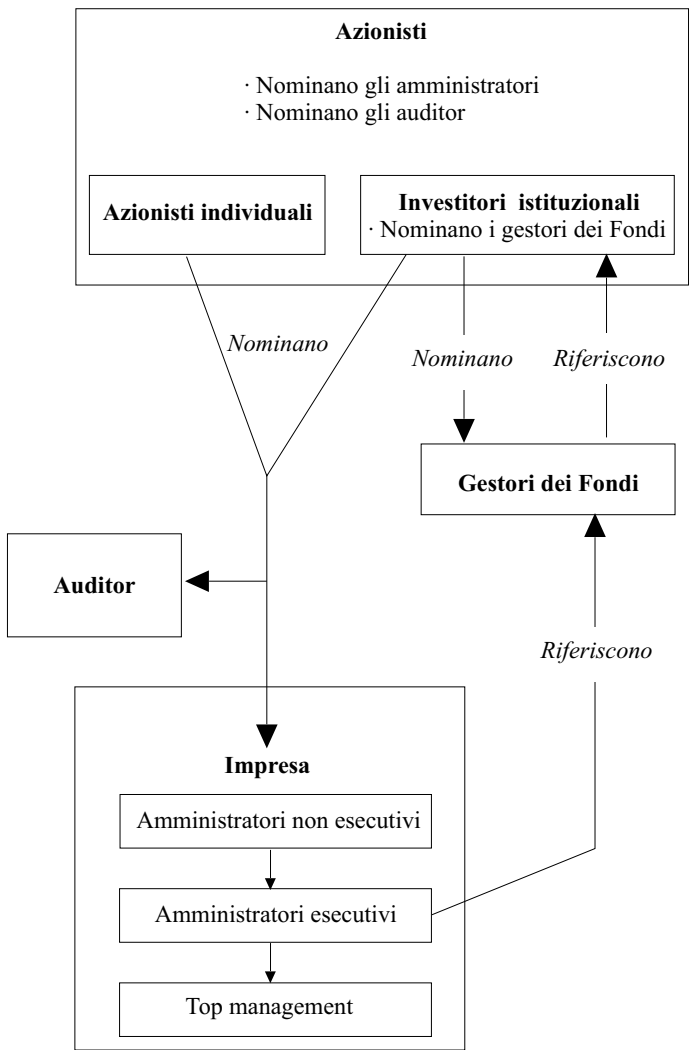
paragrafo 2.4 sono state messe in luce le inevitabili inefficienze connesse alla forma proprietaria “istituzionale”. A rin-carare la dose, alcuni Autori (13) hanno definito come pura « finzione legale » il modello pervasivo di *accountability*, sinteticamente rappresentato nella successiva figura 4.4, che vede gli azionisti designare i consiglieri esterni non esecutivi, i quali sono sufficientemente autorevoli ed indipendenti per tenere sotto pressione gli “esecutivi”, perché questi ultimi diano esecuzione al loro mandato attuando comportamenti trasparenti. Gli azionisti nominano inoltre gli *auditor*, perché riferiscano sulla correttezza dei dati in cui si compendia l'amministrazione d'impresa per opera degli *executive*.

Al di là dell'aspetto formale rappresentato nella figura 4.4, si osserva come nella maggior parte dei casi pochi individui (*chief executive officer* nelle public companies, azionista di riferimento nelle società a controllo preconstituito) continuano a tenere saldamente nelle loro mani il governo aziendale e paiono poco propensi a privarsene, anche solo parzialmente. Gli amministratori non esecutivi, a maggior ragione quelli indipendenti, riescono solo raramente a fare da contrappeso agli *executive*: accade invece che siano questi ultimi a dire l'ultima parola sulla nomina dei primi (cioè i presunti controllori) e sulla designazione degli *auditor* esterni. La situazione di fondo non risulta molto diversa là dove, come nel nostro modello di capitalismo, il potere è nelle mani di pochi soci forti (società etero dirette). In assenza di una più equilibrata distribuzione delle responsabilità di governo aziendale tra i diversi attori coinvolti (azionisti, consiglieri esecutivi e non, top management), è impensabile plasmare un ambiente di compiuta e soddisfacente *accountability*.

Come se non bastasse, proprio i soggetti sui quali sono riposte le maggiori aspettative in vista di un effettivo cambiamento del sistema di *governance* aziendale — vale a dire gli

(13) Monks e Minow, *Corporate Governance*, e Allen Skyes, *Capitalism for tomorrow*, opere citate.

Figura 4.4. — Il controllo degli azionisti: la « finzione legale »



investitori istituzionali — stentano sovente ad avvalersi del grande potere che potenzialmente deriva dall'enorme volume dei mezzi fiduciariamente gestiti e dalle competenze professionali impiegabili. L'attivismo (*shareholder activism*) descritto al par. 3.2. si manifesta con ritmi ancora spezzati e non riesce a sfociare in un diffuso e continuativo stile di comportamento.

Accade così che i gestori dei fondi sembrano talvolta assai più preoccupati di confrontarsi quotidianamente tra loro per il *benchmark*, piuttosto che concertare azioni comuni da intraprendere per un'efficace e penetrante attività di controllo sui vertici delle società emittenti. Le politiche d'*index fund strategies* ampliano il portafoglio e diversificano il rischio, ma inevitabilmente appiattiscono l'iniziativa degli operatori. Si presentano continuamente situazioni suscettibili di possibili conflitti d'interessi, che sovente generano nell'opinione pubblica perplessità sulla reale propensione degli investitori collettivi nel voler fare piena luce (*disclosure*) sulla condotta del vertice aziendale e sulla validità delle strategie adottate, nell'ottica tutti gli azionisti.

La colleganza istituzionale con il mondo bancario sembra talvolta offuscare la loro libertà di manovra ma, anche nelle nazioni dove tale vicinanza risulta più sfumata, non mancano i motivi che affievoliscono la loro indipendenza ed autonomia di giudizio: i gestori dei fondi pensione delle grandi *companies* necessitano quanto meno il gradimento del vertice di queste società e, comunque, sta di fatto che neppure i massimi responsabili degli investitori istituzionali desiderano a loro volta essere soggetti ad un controllo troppo stringente da parte dei propri *stakeholder*.

Non da ultimo, si osserva che l'auspicata prospettiva di valutazione delle performance aziendali nel medio lungo periodo, coerente con lo status di socio "quasi permanente" tipico della forma proprietaria istituzionale, si scontra inevitabilmente con le ravvicinate cadenze temporali (trimestrale, semestrale, massimo annuale) prese a riferimento dai sottoscrittori dei fondi per valutare i rendimenti ottenuti sui mezzi conferiti in gestione. Malgrado sia ampiamente risaputo che la misurazione dei risultati realizzati dai fondi di investimento per periodi inferiori ai tre/quattro anni conduca a conclusioni affrettate e poco affidabili, i gestori dei fondi continuano egualmente a sentirsi in competizione tra loro anche (talvolta soprattutto) nelle performance di breve

e, di conseguenza, prestano eccessiva attenzione ad un profilo temporale ravvicinato, inoltrando in tal senso inequivocabili segnali al top management delle società emittenti.

4.3. Le responsabilità degli investitori istituzionali nell'ottica di un nuovo modello di Governance

Perché il modello pervasivo di rendicontabilità indicato nella figura 4.3 non sia soltanto un'illusoria "finzione legale", Allen Skyes ha formulato un insieme di proposte dedicate soprattutto agli investitori collettivi, considerati i veri *player* per adeguare l'attuale sistema di *Governance* alle esigenze del « capitalismo di domani » (14).

(14) Skyes, *Capitalism for tomorrow*, op. cit. È interessante osservare come anche Michael Porter ritiene che gli investitori istituzionali debbano assumere il ruolo di artefici del cambiamento del macro-sistema di *Governance* e formula in merito talune proposte, che ben si armonizzano con le indicazioni di Skyes. In particolare, secondo Porter i gestori dei fondi sono chiamati a:

- *aumentare la quota minima di partecipazione nel capitale delle aziende* in cui si intende partecipare al fine di legittimare, anche da un punto di vista economico, gli oneri legati ad un maggior coinvolgimento (*activism*) nella vita delle società emittenti;

- *ridurre l'elevata rotazione degli investimenti*, contenendo i costi di transazione, che riducono significativamente il rendimento netto sui risparmi conferiti in gestione dai mandanti;

- *selezionare con maggiore cura le imprese emittenti*, prestando maggiore attenzione ai fondamentali aziendali e ponendo minore enfasi sullo sfruttamento di opportunità speculative di breve. In una ottica temporale non esasperata, i titoli delle imprese con solide prospettive di redditività sono inevitabilmente destinati a dare adeguate soddisfazioni agli investitori "quasi-permanenti";

- *approfondire i contenuti degli incontri periodici (road show, interviste ecc.) con il top management delle società emittenti*, spostando l'attenzione dalla frenetica previsione del prossimo risultato trimestrale o semestrale (*consensus*) alla comprensione dei fondamentali d'impresa su cui si basano la competitività e la profittabilità nel medio lungo periodo;

- *promuovere cambiamenti nei sistemi di valutazione e remunerazione* dei responsabili dei fondi, allo scopo di incentivare il raggiun-

Secondo l'Autore, il nuovo modello illustrato nello schema di fig. 4.5 (V. *Infra*) esprime un quadro di contesto atto a favorire una reale ed effettiva *accountability* del vertice delle società emittenti nei confronti dei propri mandanti-azionisti, grazie soprattutto al ruolo proattivo assegnato ad intermediari finanziari (proprietari "istituzionali") e ad *advisor* indipendenti (*Special Purpose Trust*).

Al fine di modificare l'attuale sistema di *Governance* nella direzione di una completa rendicontabilità sono di seguito indicate le linee guida del cambiamento richiesto agli investitori istituzionali.

Questi soggetti devono al riguardo autodisciplinarsi con un complesso di regole tese a modellare e rendere trasparenti standard professionali di comportamento in un contesto di crescente autonomia decisionale. L'attenzione è volta ad un duplice aspetto.

Anzitutto si tratta di diffondere canoni comportamentali volti a salvaguardare l'indipendenza dell'attività di gestione del risparmio, per proteggerla da influenze che possono derivare tanto dall'assetto proprietario-istituzionale dell'investitore professionista, tanto dalle modalità di svolgimento, da parte di quest'ultimo, delle proprie attività. In tale prospettiva, assumono rilievo le situazioni suscettibili di conflitto di interessi, che traggono origine da una serie di diverse fattispecie, sinteticamente riconducibili sia ai rapporti di gruppo sia alle prestazioni congiunte di più servizi rese dallo stesso soggetto fiduciario. A ben vedere, il tema dell'autonomia de-

gimento di performance di medio lungo termine e minimizzare i costi di movimentazione degli investimenti conferiti in gestione;

— *lanciare sul mercato del risparmio nuovi fondi ad hoc per segmentare meglio l'offerta*. Gli investitori comuni potrebbero testare la validità dell'approccio descritto creando fondi dedicati ad investimenti in quote significative del capitale delle emittenti da mantenere a lungo in portafoglio e dare ampio risalto alle caratteristiche dell'*asset allocation*.

Da M. Porter, *On Competition*, cap. 16 della trad. it., *Strategia e competizione*, op. cit.

gli intermediari è da tempo al centro di ampio dibattito e, non a caso, in questi anni si sono succeduti una serie di interventi di natura legislativa, prima ancora che volontaria (15), per attenuare al massimo il rischio del conflitto d'interessi. Sotto questo punto di vista, l'evoluzione in atto sembra pertanto in linea con le proposte avanzate (16).

Il secondo aspetto preso in considerazione da Allen Skyes introduce elementi di maggiore innovatività rispetto all'odierna prassi comportamentale, anche se per taluni versi getta qualche ombra proprio sul senso di auto responsabilizzazione di questi soggetti.

Secondo la proposta in esame, è auspicabile l'adesione degli intermediari ad un codice di *best practice*, che preveda espressamente l'impegno dei mandatarî a partecipare attivamente alla vita delle società emittenti ed a far valere la voce dei loro mandati nelle imprese nelle quali hanno investito. Gli investitori collettivi, in qualità di "proprietari istituzionali", devono pertanto attenersi scrupolosamente al dovere della « *due diligence* » nell'adempimento delle loro precise

(15) Per quanto concerne la normativa vigente nazionale, si segnalano, tra le altre, le delibere CONSOB 11522/98 (Regolamento) e 12191/98 nonché i provvedimenti di Banca d'Italia del 1° luglio 1998 e del 20 settembre 1999. Relativamente ai documenti di autodeterminazione, il riferimento è al già citato *Protocollo di Autonomia per le Società di Gestione del Risparmio* - Assogestioni, febbraio 2001.

(16) Si legge in proposito in *Conflitto di interessi, i Fondi si affidano ai "garanti"*, di G. Ferrari, su *Il Corriere della Sera* del 16 ottobre 2001: « Le iniziative dunque non mancano. Qualche risultato concreto? Per quanto riguarda i fondi Unicreditò i rappresentanti dei fondi di "casa" non hanno avuto problemi a votare in assemblea contro le decisioni del Consiglio di Telecom, di cui faceva parte Alessandro Profumo il numero uno del gruppo. Comportamenti, peraltro, spesso adottati anche in realtà dove ancora non esistono codici deontologici o meccanismi di vigilanza. All'assemblea Montedison per la fusione Falck (V. *Supra* Tab. 4.1 nda), per esempio, fanno notare al gruppo Intesa Bci, le due società di gestione del gruppo (importante azionista della stessa Montedison) dimostrarono chiaramente la loro indipendenza: una votò contro (Intesa Asset Management) ed una si astenne (Comit Asset Management) ».

responsabilità di *Corporate Governance*, dimostrando di essere sempre ben informati sull'andamento aziendale e di aver agito in modo trasparente e imparziale nell'esclusivo interesse dei risparmiatori. Qualora in pratica ciò non sia possibile o sussistano dubbi al riguardo, ad esempio in presenza di un potenziale conflitto d'interessi, l'intermediario delegherà l'esercizio dei diritti azionari ad un altro "agente", che non versi nella medesima situazione, o, se non ha conferito delega, ne deve spiegare i motivi.

Da un punto di vista applicativo, il dovere della diligenza dei gestori va poi codificato in una serie di precise ed esplicite regole di comportamento, a cui informare in modo trasparente la propria condotta. Le principali norme alle quali aderire su basi volontarie dovrebbero tra l'altro prevedere un formale impegno degli investitori professionisti a:

— partecipare alle assemblee delle imprese emittenti e rendersi *accountable* di come sia stato esercitato il diritto del voto. La presenza nelle assisi societarie e l'uso del voto — talvolta anche solo con funzione deterrente — rappresentano naturali occasioni per tutelare gli interessi dei beneficiari ultimi (cioè i risparmiatori). Il voto pertanto è virtualmente obbligatorio per investimenti azionari non risibili (17);

— assicurare l'indipendenza degli amministratori non esecutivi, intervenendo direttamente nei processi di designazione / nomina e verificando che, nel tempo, essi manten-

(17) Al riguardo osserva Mario Draghi "In sede internazionale è ampio il dibattito circa l'opportunità di imporre agli investitori istituzionali l'esercizio del diritto di voto, spaziando dalla tesi secondo la quale un tale problema non si porrebbe, in quanto è la concorrenza a far giustizia dei gestori che non tutelino adeguatamente gli interessi dei risparmiatori anche attraverso l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee degli emittenti, alla tesi che vorrebbe imporre legislativamente questo esercizio (in Francia la legge 97-277 del 25 marzo 1997 che ha introdotto i fondi pensione, prevede l'obbligo per il fondo di esercitare il diritto di voto inerente ai titoli detenuti, sia pure nel « solo interesse degli aderenti »)". Da *La governance che fa bene all'impresa*, su Il Sole 24 ore dell'11 aprile 2001.

gono l'autonomia di giudizio nei confronti degli amministratori esecutivi e del top management;

— monitorare sistematicamente l'attività dagli amministratori indipendenti, avendo riguardo all'efficacia ed all'indipendenza dell'operato svolto nell'ambito dei comitati consultivi a cui partecipano (*audit, compensation, nomination committee*);

— dotarsi a loro volta, quali organizzazioni societarie complesse, di un sistema di *Governance* allineato alle *best practice* internazionali e che tra l'altro attribuisca significativa rilevanza, in seno al consiglio, alla presenza di amministratori indipendenti. Si tratta di un segnale indirizzato all'esterno della volontà dell'intermediario di rendersi *accountable* (18);

— praticare sistemi di incentivazione dei responsabili dei fondi legati alle performance ottenute nel medio lungo periodo (cinque anni). Questa politica remunerativa consente ai *fund manager* di essere valutati su di un orizzonte temporale compatibile con investimenti duraturi nel capitale aziendale e, in ultima analisi, di esercitare appieno il ruolo di "proprietario istituzionale" e rispondere correttamente ai veri interessi dei mandanti (i "risparmiatori").

Nel quadro generale di contesto atto a far vivere il modello di *Governance* schematicamente rappresentato nella fig 4.4, occupano una posizione degna di menzione nuove figure di consulenti indipendenti, che agiscono in qualità di *advisor* degli investitori collettivi. Questi superconsulenti hanno anzitutto il compito di rendere gli intermediari maggiormente *accountable* nei confronti dei risparmiatori che hanno affidato in gestione i loro risparmi. Robert Monks, che li ha definiti *Special Purpose Trust Companies* (SPTC),

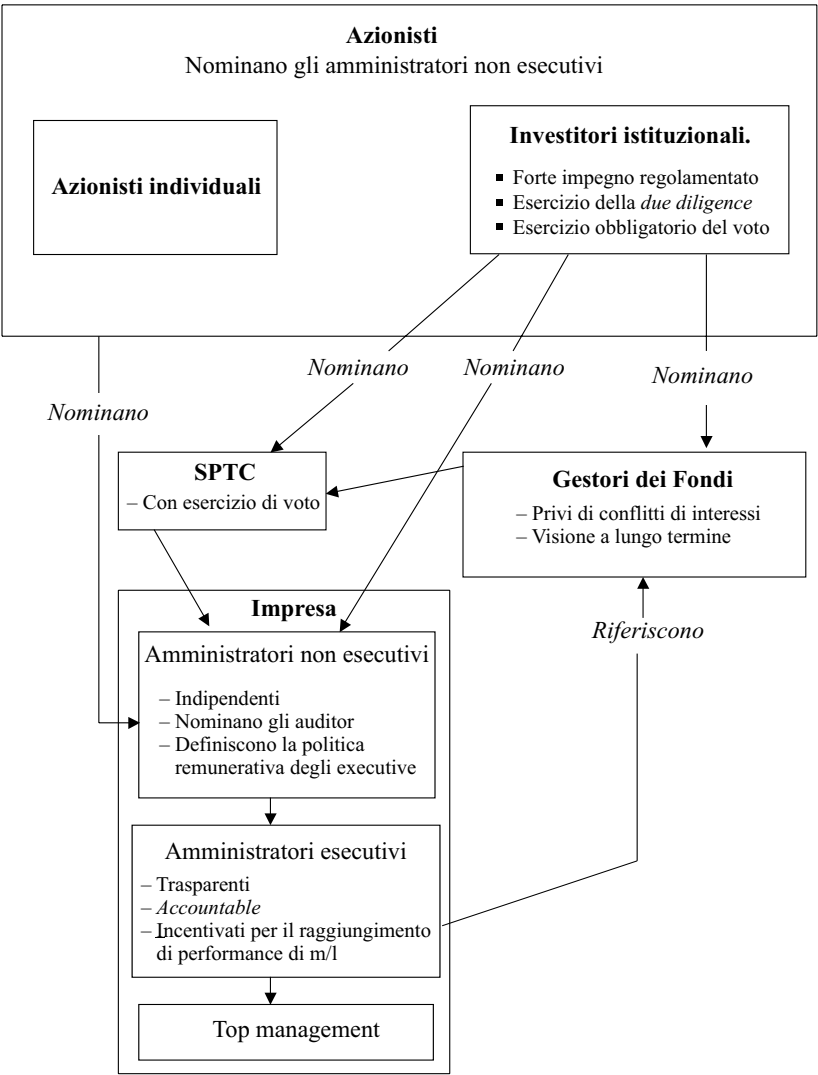
(18) In tal senso anche le raccomandazioni formulate nel giugno del 1999 dall'*Advisory Group on Best Practices for Fund Directors*, promosso dall'*Investment Company Institute*, mettono in luce come il rafforzamento dei presidi di indipendenza rappresenti un indubbio contributo all'efficienza ed all'immagine della stessa società di gestione.

prevede che essi esercitino i diritti di voto delle azioni detenute nei portafogli degli investitori collettivi (19). L'autonomia di giudizio delle SPTC, che non partecipano preliminarmente al processo di selezione dei titoli azionari amministrati fiduciariamente dai fondi, deriverebbe dalla completa assenza di legami o altre possibili cointeressenze nei confronti delle società emittenti e/o degli intermediari e dei gruppi a cui questi appartengono. Sebbene le SPTC non siano chiamate ad intervenire nella gestione delle società emittenti né a selezionare gli amministratori indipendenti, il loro staff dovrebbe essere composto da professionisti indipendenti con esperienze di *governance*, oltre naturalmente a disporre di competenze in campo legale, contabile e finanziario: questo background risulta necessario per esprimere standard di *governance* ed *accountability* che fungano da bussola per il comportamento di coloro che esercitano la leadership aziendale, da valutare nelle sedi deputate proprio sulla base di questi standard.

In ultima analisi, la missione di questi consulenti consiste nel monitorare il vertice aziendale delle società emittenti e nel formulare il conseguente giudizio, che si sostanzia principalmente nel voto sulla nomina o sulla conferma dei suoi esponenti e, se ricorrono i presupposti, sulla loro bocciatura e sostituzione.

(19) La separazione tra l'instestazione del titolo azionario e l'esercizio del voto è espressamente prevista, sia pure con finalità diverse ed implicazioni alquanto discutibili in tema di trasparenza del sistema di *Governance*, anche per i fondi pensioni italiani, gestiti pariteticamente dai rappresentanti delle organizzazioni dei lavoratori e delle imprese. La legge che li istituisce ha voluto tra l'altro che i fondi pensioni non intervengano direttamente nella gestione del patrimonio, ma si servano di gestori professionali ed autonomi nella scelta degli investimenti, sia pure nell'ambito di un quadro di riferimento condiviso. Tuttavia la legge riserva ai fondi pensione il diritto di rappresentanza sulle azioni acquistate e detenute dai gestori, sicché l'esercizio del diritto di voto nelle assemblee delle società partecipate dai fondi spetta proprio ai rappresentanti dei sindacati dei lavoratori e delle associazioni delle imprese.

Figura 4.5. — Il controllo degli azionisti nel “capitalismo di domani”



A questo proposito vale la pena di osservare come anche nel nostro Paese si è aperto il dibattito sull'adozione di chiare prassi di comportamento da osservare da parte degli investitori istituzionali nell'esercizio del diritto di voto, specie con riguardo alla delicata materia della nomina/sostitu-

zione degli amministratori esecutivi. Il palcoscenico è stata l'assemblea annuale della maggiore compagnia assicurativa nazionale.

Tabella 4.2. — Il rinnovo del vertice aziendale: la spaccatura degli investitori istituzionali

L'assemblea delle Assicurazioni Generali, svoltasi nell'aprile del 2001, ha visto gli investitori istituzionali spaccarsi al loro interno sulla delibera di sostituzione del Presidente esecutivo uscente: da un lato le Fondazioni Bancarie socie, favorevoli alla proposta dell'azionista di riferimento, dall'altro il Fondo Pensioni di Banca d'Italia, secondo azionista della compagnia triestina contrario alla rimozione del Presidente. La battaglia assembleare ha suscitato preoccupanti interrogativi sul profilo di *accountability* e trasparenza mostrato nell'occasione da entrambi i contendenti e, implicitamente, sulla possibile presenza di interessi particolari a sostegno dell'una o dell'altra delle posizioni assunte. Su *Il Sole 24 Ore*, del 1° maggio 2001, Marco Onado, in un articolo dal titolo, *Generali, regole da ripensare subito*, si pone dapprima l'interrogativo se le Fondazioni, « soggetti autoreferenziali ed esclusi da logiche di mercato », non abbiano con il voto perseguito un più ampio disegno di alleanze che prescinde dall'interesse della società assicurativa e dei suoi azionisti di minoranza. Peraltro, *“il fatto che il Fondo Pensioni di Banca d'Italia sostenesse la posizione della trasparenza e del mercato nulla toglie alla delicatezza della questione istituzionale. Un investitore che si oppone a cambiare in corso di mandato un management competente, stimato e capace di risultati lusinghieri merita di essere salutato con l'entusiasmo che si riserva all'ingresso in città dei liberatori alleati. In realtà, i sentimenti non devono fare dimenticare quanto sia inusuale e anzi pericoloso che quell'investitore sia lo stesso che esercita la vigilanza sul sistema bancario ... Il voto negativo in assemblea è stato usato perché la Banca d'Italia è consapevole non solo della delicatezza dello scontro in atto, ma soprattutto delle incognite sul ruolo futuro delle fondazioni”*. Diversa per molti aspetti la tesi assunta da Innocenzo Cipolletta, anche con riguardo alla possibile separazione tra l'intestazione azionaria e l'esercizio del voto. Nell'articolo, *Perché il precedente è rischioso*, pubblicato sullo stesso numero del quotidiano, Cipolletta sostiene che *“un investitore istituzionale dovrebbe essere indifferente alla scelta delle persone, a meno che esse non pregiudichino i risultati attesi. Non sembrerebbe questo il caso, posto che vi è il gradimento per la squadra scelta alla guida delle Generali, l'astensione [del Fondo Pensioni] pare motivata solo dal disappunto per la rimozione di una personalità come Desiata. Questa scelta ha portato un investitore istituzionale a partecipare direttamente al gioco delle*

alleanze societarie, schierandosi a favore di specifiche soluzioni, cosa che gli investitori istituzionali hanno sempre evitato di fare. La scelta di riservare il voto ai fondi pensioni sulle azioni detenute dai gestori ha destato alcune preoccupazioni, anche per la natura dei fondi pensioni, costituiti da soggetti associativi che svolgono attività di natura politica (intesa in senso lato). Inquadrata in questa situazione, la scelta del Fondo Pensioni di Banca d'Italia potrebbe aprire la strada ad interferenze sindacali ed associative nella vita delle imprese, introducendo nel governo delle stesse logiche che dovrebbero esserne fuori. Occorre quindi attribuire ai gestori anche la rappresentanza delle azioni detenute, così da sottrarre ai fondi pensione la tentazione di fare politica industriale, e perché ci sia sempre la stessa logica quando si compra o si vende una partecipazione e quando se ne rappresentano gli interessi nelle sedi deputate, come sono le assemblee".

Come anticipato le SPTC, oltre ad esercitare il voto per conto dei gestori dei fondi, sono chiamate a svolgere un'azione di stimolo (*moral suasion*) sul top management aziendale, proponendo adeguati standard di comportamento e sollecitandolo a porre in essere una *policy* di governo aziendale pienamente conforme con gli interessi dei proprietari "ultimi" (i risparmiatori) in una corretta prospettiva temporale (ad esempio, mediante l'introduzione di sistemi d'incentivazione legati alle performance di medio termine e/o facendo pressione sugli *executive* perché impegnino quote non trascurabili delle loro disponibilità personali in azioni della società che dirigono).

È importante infine rilevare come le *Special Purpose Trust Companies* sono considerate dai loro fautori come una soluzione di mercato atta a rispondere ad uno specifico bisogno di *Governance*. In quest'ottica, i compensi riconosciuti alle SPTC, e prima ancora la loro esistenza, devono trovare una convalida economica nella produzione di servizi, offerti da più soggetti in concorrenza tra loro, che generano valore per i risparmiatori che si affidano agli investitori professionali collettivi.

Per completezza, si segnala come nel "capitalismo di domani" fanno la loro comparsa altre e diverse organizzazioni super-specializzate, che operano ad integrazione e

supporto dei maggiori intermediari finanziari. Gli *Specialist Investors* (SIs) ed i *Relationship Investors* (RI) sono costituiti da team di professionisti, che investono generalmente come fiduciari in un limitatissimo numero di imprese (cinque/dieci al massimo) da seguire nel tempo con costante ed approfondita attenzione. In virtù delle quote azionarie controllate (con pacchetti nell'ordine del due-quattro per cento del capitale) essi sono in grado di esercitare una certa influenza sulle società emittenti (20).

Questi soggetti si assumono quindi la responsabilità di interagire attivamente, per quanto di loro spettanza e nelle sedi deputate, con il vertice aziendale, di entrare con cognizione di causa nel merito delle strategie adottate, di designare direttamente amministratori indipendenti di loro fiducia e così via. Grazie alla posizione privilegiata dalla quale tengono sotto osservazione l'impresa emittente, essi agiscono da faro per orientare i giudizi degli altri soci (collettivi e privati) meno informati e meno coinvolti nella vita aziendale. Allo stesso tempo, il vertice aziendale è confidente che il favore espresso da tali autorevoli azionisti (SIs e RI) dia adeguato sostegno alle politiche aziendali intraprese ed attenui il clima di latitanza e disinteresse degli azionisti, che sta spesso alla base della volatilità nei corsi dei titoli.

(20) I cosiddetti *Specialist Investors* mirano a selezionare e supportare imprese poco conosciute, possibilmente con quotazioni sottoperformanti, ma con interessanti potenzialità di sviluppo nel medio termine e che possono trarre beneficio dalla presenza di un azionista di riferimento attivo e "quasi stabile". Anche i *Relationship Investors* si dedicano esclusivamente a pochissime imprese emittenti, ma con elevata capitalizzazione e titoli a larga diffusione presso gli investitori istituzionali. I RI propongono una gestione attiva dell'investimento azionario (*shareholder activism*) fondata sulla profonda conoscenza dell'impresa e sulla permanenza ed intensità dei rapporti intrattenuti con i suoi *corporate manager* ed *investor relations*. I RI sono tipicamente al servizio dei maggiori intermediari per fornire suggerimenti e/o assumere in gestione la quota parte dei pacchetti azionari delle cosiddette *blue chips* destinate a rimanere pressoché stabilmente nel portafoglio degli investitori collettivi.

Sono evidenti i punti di contatto tra gli *Specialist Investors* (SIs), i *Relationship Investors* (RI) e l'« *ideal owner* » tratteggiato da Porter e precedentemente illustrato: i primi infatti svolgono, almeno sulla carta, un ruolo di stabilizzatori dell'assetto proprietario, di fautori di una visione strategica di lungo respiro, di garanti l'autonomia e la competenza degli amministratori indipendenti nonché di sovrintendenti la trasparenza e l'*accountability* del vertice d'impresa. Da tutto ciò ne trarrebbero anzitutto beneficio gli azionisti nella loro generalità, che vedrebbero tra l'altro risolto il problema del *free-rider*, ma i benefici ricadrebbero a cascata anche sugli altri *stakeholder* aziendali.

È indubbio che il frazionamento di alcune prerogative e responsabilità, spettanti nella loro unitarietà ai proprietari dei diritti azionari e la loro disgiunta attribuzione ad altri soggetti (SPTC, SIs, RI), conferiscono al modello generale di *Governance* illustrato nella fig. 4.4 una rilevante complessità, dovuta soprattutto al proliferare dei soggetti coinvolti e, per molti versi, ad una ridondanza delle funzioni assegnate (*in primis* quelle di *monitoring*). Si è peraltro già osservato come il ricorso agli investitori istituzionali, se da un lato accresce le potenzialità e l'efficienza del sistema finanziario, pone inevitabilmente dall'altro nuove problematiche — per tutte quelle legate ai conflitti d'interessi — difficilmente eludibili in mancanza di mirati interventi strutturali. A testimonianza delle intricate e difficili relazioni che si vengono a creare nel « capitalismo di oggi », si pensi, riferendosi al contesto nazionale, al dibattito in corso sulle fondazioni bancarie e sul loro ruolo nelle questioni di *Corporate Governance* delle imprese emittenti.

Secondo dati recenti, questi investitori istituzionali (se ne contano 89) amministrano complessivamente un patrimonio valutato oltre 40 miliardi di euro: la loro anomalia consiste nel disporre di un enorme potere economico senza essere « imprese capitalistiche », in quanto concepite come istituzioni ibride, con una missione da svolgere anche nel

“sociale”, che si sostanzia nell’esercizio di funzioni sussidiarie all’intervento pubblico in molti campi del “*no profit*”. I loro assetti di comando sono designati dai vari enti locali (Comune, Regione, Provincia, Camera di Commercio, enti di volontariato ecc.).

Il fatto di non dover rendere conto del loro operato ad azionisti, che sono guidati dal principio della massimizzazione del valore dell’investimento, né tanto meno al mercato, di cui anzi dichiarano di voler correggere le imperfezioni, suscita non poche perplessità in merito alla grande, eccessiva, autonomia decisionale dei loro vertici.

Il fatto poi che i referenti/mandanti (gli enti locali) siano per definizione estranei alle regole economiche di mercato, ma mediatori di molteplici interessi sociali e politici, non fa che rafforzare le incertezze sulla trasparenza delle politiche perseguite attraverso queste istituzioni. Non a caso, esponenti illuminati di questo mondo hanno sollecitato le fondazioni affinché perseguano un “*modello di accountability interna e di trasparenza rigorosa*”, volto a fornire, anche all’esterno, chiarezza (*disclosure*) sul loro comportamento e sulle responsabilità conseguentemente assunte (21).

Ai fini che qui rilevano, è importante approfondire il profilo di responsabilità delle fondazioni legato alla posizione di soci che occupano nelle società partecipate (*in primis* nelle banche). La preoccupazione è che tali investitori, in virtù del grande potere economico detenuto ed al di là di rasserenanti manifestazioni di intenti (22), introducano nei

(21) Da, *Le fondazioni investano nelle imprese*, intervista pubblicata il 20 maggio 2001 su Il Corriere della Sera, dall’allora Presidente della Fondazione controllante il Monte dei Paschi di Siena, Prof. Giulio Sapelli.

(22) Precisa in proposito Giulio Sapelli: “Intanto le fondazioni hanno la funzione di dare stabilità al management, come capita alla General Motors o alla General Electric. Poi contribuire a stabilizzare l’azionariato. Infine c’è un obiettivo ancora più importante: le fondazioni dovrebbero battersi per poter rivolgere una quota del loro patrimonio alle piccole e medie industrie nazionali”. Posizione sostanzial-

sistemi di *Governance* delle imprese emittenti logiche estranee a quelle economico-aziendali e/o interferiscano impropriamente nella gestione, al fine di realizzare obiettivi estranei agli interessi dell'impresa in sé e per sé considerata e dei suoi azionisti *outsider*. In questo senso, quindi, va letto il fermo monito del Governatore della Banca d'Italia perché le fondazioni “*non debbono intervenire nella gestione delle aziende; i loro esponenti non possono assumere cariche negli enti bancari partecipati; le incompatibilità delle cariche vanno rispettate*” (23).

mente in linea è stata espressa da Giuseppe Guzzetti, Presidente della Fondazione CARIPLO e dell'ACRI (l'associazione di categoria delle fondazioni): “*Le fondazioni dovranno svolgere in Italia il ruolo che in Francia spetta alla grande finanza*”, da intervista dal titolo, *Fondazioni basta attacchi*, pubblicata su Il Sole 24 Ore, 19 maggio 2001.

(23) Dalla Relazione del Governatore all'Assemblea della Banca d'Italia del 30 maggio 2001. Questa ferma presa di posizione è stata successivamente ripresa dal Governatore che, nel corso di un pubblico intervento ampiamente commentato dalla stampa economica, ha indirizzato ai vertici di tali enti l'inequivocabile messaggio che le « *Fondazioni devono uscire dal controllo delle banche* »: “Una fondazione non può uscire da una banca per poi entrare in una compagnia assicurativa, che poi ricompra una banca. Le fondazioni devono dismettere senza ritorno le loro partecipazioni bancarie. Ma il disimpegno deve avvenire in modo “graduale” per garantire a grandi gruppi italiani un presidio fondamentale in un sistema creditizio in cui è già molto alta la penetrazione dei capitali esteri”. Da, *Fondazioni via da banche e assicurazioni*, su Il Sole 24 Ore del 15 luglio 2001. Sempre nel dibattito aperto sul ruolo da assegnare alle fondazioni in una nuova prospettiva, si rammenta la polemica in corso (autunno 2001) sull'opportunità che queste istituzioni partecipino alle privatizzazioni delle imprese municipalizzate. Estremamente critico al riguardo F. Locatelli che, in un articolo pubblicato su Il Sole 24 Ore del 24 settembre 2001, dal titolo, *In quelle nozze ci sono due peccati*, osserva come « la privatizzazione delle municipalizzate attraverso le fondazioni — che per definizione sono enti che non rispondono al mercato — significherebbe tradire la ragione di fondo che ispira la ritirata del Comune dai servizi locali. E cioè l'approdo ad una proprietà e ad una gestione privata che, senza nuovi lacci e laccioli, garantisca alle municipalizzate una efficienza maggiore del passato ».

Ben si comprende a questo punto come un rapporto armonico tra queste istituzioni, i loro *stakeholder*, le imprese partecipate e il mercato finanziario passi necessariamente attraverso il riconoscimento, da parte delle fondazioni, di principi di responsabilità e chiarezza, che, se adottati, aiutano a rendere conto del loro operato anche all'esterno. Per rispondere ad un bisogno concreto di *accountability*, è quindi opportuno che i vertici delle fondazioni rinuncino ad atti di aperto "interventismo" nelle società emittenti: in questo nuovo spirito si può ipotizzare che esse deleghino a beneficio di *advisor* indipendenti, con professionalità pertanto non distanti da quelle sin qui illustrate (24), parte delle prerogative e responsabilità connesse al loro ruolo di azionisti.

(24) V. *What will be the Impact of Active Shareholders? A Practical Recipe for Constructive Change*, cit. Ad una logica ancor più radicale è ispirata una proposta — attualmente allo studio nell'ambito dei provvedimenti da assumere nella manovra di Governo del 2002 — secondo la quale le fondazioni sarebbero comunque tenute a scorporare le quote detenute nelle aziende di credito ed affidarle di conseguenza a Sgr, che rappresenterebbe qualcosa di non molto dissimile quindi ad altrettanti *blind trust*. Per un approfondimento V. *Il Sole* 24 Ore, 15 settembre 2001, *Fondazioni: il Tesoro medita il colpo d'ala*, di M. Calderoni e A. Quaglio.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., Atti del Convegno *Le nuove funzioni degli Organi Societari: verso la Corporate Governance?*, promosso dal CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE, Courmayeur, 28 - 29 settembre 2001.
- AA.VV., Atti del convegno *Il risparmio gestito in Italia. Una tradizione di integrità e di efficienza: scenari, investimenti, aspettative*, Università Bocconi, Milano, 28 giugno 2001.
- AA.VV., Atti del convegno *La disciplina delle società quotate*, Università Bocconi, Milano, 2 ottobre 1999.
- AA.VV., *Governance, etica e controllo. Assetti societari, codici di auto-disciplina e audit interno*, Cedam, Padova, 2000.
- AIROLDI G., *Gli assetti istituzionali d'impresa: inerzia, funzioni e leve*, in Airoldi G., Forestieri G. (a cura di), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, 1998.
- AIROLDI G., BRUNETTI G., CODA V., *Economia Aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1994.
- ALLEN F., SANTOMERO A., *The theory of Financial intermediation*, Journal of banking & Finance, n. 21, 1998.
- AMADUZZI A., *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Torino, Utet, 1978.
- AMERICAN LAW INSTITUTE, *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, St. Paul, Minn, 1994.
- ANGIOLA N., *Assetti istituzionali aziendali e sistemi di corporate governance*, in AA.VV., *Scritti in memoria di Paolo Maizza*, Cacucci Editore, Bari, 1999.
- ARDEMANI E., *L'evoluzione del concetto d'impresa e dei sistemi contabili in Italia*, Verona, Palazzo Giuliani, 1968.
- ARTONI R., *Relazione al convegno Disarmonie fiscali e sviluppo economico*, Rivista Dottori Commercialisti, Giuffrè Editore, Milano, n. 3, 2001.
- ASSOGESTIONI, *Protocollo di Autonomia per le società di Gestione del Risparmio*, febbraio 2001.
- ASSOGESTIONI, *Relazione annuale 2000*.
- ASSOGESTIONI, *Relazione annuale 1999*.

- ASSOGESTIONI, *Le attese degli investitori istituzionali nei confronti delle società quotate*, Como, 3 ottobre 1998.
- BARBIERA L., *La Corporate governance in Europa*, Giuffrè Editore, Milano, 2000.
- BARCA F., *Alcune lezioni dalla Corporate Governance degli Stati Uniti*, XVI Convegno su *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Courmayeur, 28-29 settembre 2001.
- BARCA F., *Imprese in cerca di padrone: proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Laterza, Bari, 1994.
- BELCREDI M., *Economia dell'informazione societaria*, UTET, Torino, 1993.
- BELLI F., MAZZINI F., TEDESCHI R., *Il testo unico della finanza*, Ed. Il Sole 24 Ore, Milano 1998.
- BENNETT STEWART III G., *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998.
- BENVENUTO M., *La struttura dei poteri nel governo delle società*, Rivista delle Società, Giuffrè Editore, n. 5-6, 1997.
- BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Commerce Clearing House, New York, 1932.
- BERTINI U., *Il sistema azienda*, Giappichelli Editore, Torino, 1990.
- BERTINI U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè Editore, Milano, 1968 (ristampa 1987).
- BERTINI U., *Le funzioni del Collegio Sindacale e il controllo della gestione*, in AA.VV., *Saggi di Ragioneria e di Economia Aziendale. Scritti in onore di D. Amodeo*, Cedam, Padova, 1987.
- BIANCHI A., *Corporate Governance. Considerazioni introduttive*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, n. 2, 1996.
- BIANCHI T., *Il governo delle banche nel passaggio da istituzione a impresa: l'ottica economico aziendale*, in *Il governo delle banche in Italia*, a cura di F. Riolo e D. Masciandaro, Edibank, 1999.
- BORTOLOTTI B., SINISCALCO D., *Importare la Corporate Governance?*, XVI Convegno su *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Courmayeur, 28-29 settembre 2001.
- BORTOLOTTI B., SINISCALCO D., *"Corporate Governance" una rivoluzione nel capitalismo*, Il Mulino, 1998.
- BRAGANTINI S., *Capitalismo all'italiana*, Baldini e Castoldi, Milano, 1996.
- BRUNETTI G., *Stato e prospettive di Governance nelle medie imprese familiari*, XVI Convegno su *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Courmayeur, 28-29 settembre 2001.
- BRUNETTI G., *Il funzionamento del Consiglio di Amministrazione nella realtà italiana: problemi e prospettive sulla base di alcune evidenze empiriche*, in Molteni M. (a cura di), *I sistemi di Corporate Governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano, 1997.
- BRUNI G., *Analisi del valore*, Giappichelli Editore, Torino, 1994.

- CADBURY A., *What are the trends in Corporate Governance? How will they impact your company?*, Long Range Planning, Jan. 1999.
- CADBURY A., *The Company Chairman*, Fitzwilliam Publishing, Cambridge, 1990.
- CAMPBELL A., ALEXANDER M., *What's wrong with strategy?*, in Harvard Business Review, November-Dicembre 1997.
- CAPASSO A., *Assetti proprietari e governo d'impresa*, Cedam, Padova, 1996.
- CAPRARA G., *Le responsabilità sociali delle imprese di produzione*, in AA.VV. *Scritti in Onore di Carlo Masini*, Egea, Milano, 1993;
- CAPRIO L., *Le strutture proprietarie delle società quotate, l'efficienza della gestione societaria e il diritto*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, n. 3, 1998.
- CASAE J., *Opening the books*, in Harvard Business Review, march-april 1997.
- CASADEI D., *La riforma delle società con azionariato diffuso*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, n. 4, 1998.
- CATTANEO M., *L'impresa all'inizio degli anni 90*, in AA.VV., *Scritti in onore di C. Masini*, Egea, Milano, 1993.
- CATTANEO M., *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, Bologna, 1988.
- CATTURI G., *Sul contenuto scientifico dell'ecologia aziendale*, in AA.VV. *Scritti in Onore di Carlo Masini*, Egea, Milano, 1993.
- CAVALIERI E., *"Circuiti" e "Valori"*, in CAVALIERI E. (a cura di), *Economia Aziendale*, vol. II, Giappichelli, Torino, 1999.
- C.E.S.P.E.P., *Manuale di Corporate Governance*, Bollettino delle Privatizzazioni & della Corporate Governance, Ottobre 2000.
- C.E.S.P.E.P., *Corporate Governance/il codice tedesco: finalmente è arrivato e fa caso a sé*, Bollettino delle Privatizzazioni & della Corporate Governance, n. 4, 2000.
- C.E.S.P.E.P., *Corporate Governance in Italia: il rapporto*, Bollettino delle Privatizzazioni & della Corporate Governance, n. 4, 1999.
- C.E.S.P.E.P., *Gli standard internazionali delle società quotate. Un'analisi comparata dei "Codes of Best Practice"*, Bollettino delle Privatizzazioni & della Corporate Governance, dicembre 1998.
- C.E.S.P.E.P., *Corporate Governance: il codice Peters*, Bollettino delle Privatizzazioni & della Corporate Governance, n. 4, 1998.
- CLARICH M., PISANESCHI A., *Le fondazioni bancarie: dalle holding creditizia all'ente non-profit*, Il Mulino, Bologna, 2001.
- CLARK R., *Agency Costs Versus Fiduciary Duties*, in J. Pratt, R. Zerkhauser (a cura di), *Principals and Agents: The structure of business*, Harvard Business School Press, Cambridge MA, 1985.
- COASE R., *The Nature of the Firm*, Economica, IV, 1937.

- CODA V., *Vent'anni dopo: cosa è cambiato nel modo di governare le imprese*, XI seminario di studio, Bressanone, 17/18 settembre 2001.
- CODA V., *Il rapporto tra impresa e lavoro: prospettive di evoluzione*, in AA.VV., *Scritti in Onore di C. Masini*, Egea, Milano 1993.
- CODA V., *Il problema della valutazione delle strategie*, *Economia & Management*, Egea, Milano, n. 12, Gennaio 1990.
- CODA V., *Orientamento Strategico di fondo*, UTET, Torino, 1988.
- CODA V., *Valori imprenditoriali e successo d'impresa*, *Finanza, Marketing e produzione*, EGEA, Milano, giugno 1985.
- CODA V., MOLteni M., *Il bilancio, veicolo di comunicazione della strategia*, convegno ISVI-Assolombarda, 2 febbraio 2000.
- COPELAND T., *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley, 1995.
- CORBETTA G., *La partecipazione dei lavoratori al governo delle imprese*, in AA.VV., *Scritti in onore di C. Masini*, Egea, Milano 1993.
- CORTESI A., MUSILE TANZI P., *Investitori Istituzionali e Corporate governance. Forme di attivismo e modalità di realizzazione*, in Airoldi G., Forestieri G. (a cura di), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, 1998.
- COSTI R., *Società, mercato e informazione societaria*, *Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, marzo/aprile 1997.
- COSTI R., *Privatizzazioni e diritto delle società per azioni*, *Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, genn. 1995.
- DAILY C., *Governance patterns in bankruptcy reorganizations*, *Strategic Management Journal*, oct. 1996.
- DAILY C., DALTON D., *Corporate Governance and the bankrupt firm*, *Strategic Management Journal*, oct. 1994.
- DAVIES A., *A Strategic Approach to Corporate Governance*, Gower Publishing Limited, 1999.
- DEMATTE C., *Teoria del valore: serve davvero per guidare le imprese?*, *Economia & Management*, n. 2, 1997, Egea, Milano.
- DEMATTE C., *Una cultura d'impresa*, ETAS Libri, Milano, 1996.
- DEMATTE C., *Le imprese e il nodo della struttura proprietaria*, in *Economia & Management*, Egea, Milano, n. 6, 1992.
- DESSY A., *Sistema fiscale e leverage aziendale; esperienze a confronto*, Egea, Milano, 2000.
- DEZZANI F., *Rischi e politiche d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1971.
- DI CAGNO P., *Soggetto economico e funzione imprenditoriale nel governo aziendale*, in AA.VV., *Scritti in onore di Paolo Maizza*, Caccucci Editore, Bari, 1999.
- DI TORO P., *L'etica nella gestione d'impresa. Studio sulla dimensione culturale dell'azienda e sulla "qualità" del suo "modo di essere"*, Cedam, Padova, 1993.

- DONALDSON G., *Corporate Restructuring*, Harvard Business School, Boston, 1994.
- DONNA G., *Soggetto economico e modelli di governance*, in *Economia Aziendale*, di F. FAVOTTO, McGraw-Hill Italia, 2001.
- DONNA G., *La creazione del valore nella gestione d'impresa*, Carocci Editore, 1999.
- DONNA G., *Una ricetta a base di mercato per il board dell'azienda italiana*, in *L'impresa*, n. 2, 1995.
- DRAGHI M., *Indagine conoscitiva sull'evoluzione del mercato mobiliare*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, n. 5, 1998.
- DRUKER P., *The new Realities: in Government and Politics, in Economy and Business, in Society and in World View*, London, 1990.
- EASTERBROOK F.H., FISCHEL D. R., *The Economic Structure of capital Law*, Cambridge, 1991.
- ENRIQUES L., *Attivismo degli investitori istituzionali in USA*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, n. 3, 1998.
- ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni infragruppo e tutela degli azionisti esterni*, Giurisprudenza commerciale, Giuffrè Editore, sett. 1997.
- EREDE S., CERA R., *Il ruolo degli investitori istituzionali*, in Riolo F., Masciandaro D. (a cura di), *Il governo delle Banche in Italia*, Fondazione Rosselli, Quarto rapporto sul sistema finanziario italiano, Edibank, 1999.
- FAMA E., *Agency Problems and the Theory of the Firm*, in Putterman, *The Economic Nature of the Firm: A Reader*. Second edition, Cambridge University Press, Cambridge, 1996.
- FAMA E., JENSEN M., *Separation of ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, n. 26, June 1983.
- FAVOTTO F., *Economia Aziendale: modelli, misure e casi*, McGraw-Hill Italia, 2001.
- FELTON R., HUDNUT A., HEECKEREN J., *Putting a value on board governance*, The McKinsey Quarterly, n. 4, 1996.
- FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e Corporate Governance*, XVI Convegno su *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Courmayeur, 28-29 settembre 2001.
- FERRARIS FRANCESCHI R., *L'azienda: caratteri discriminanti, criteri di gestione, strutture e problemi di governo economico*, in CAVALIERI E. (a cura di), *Economia Aziendale*, vol. I, Giappichelli, Torino, 2000.
- FERRARIS FRANCESCHI R., *Finalità dell'azienda e condizioni di funzionamento*, Servizio Editoriale Universitario di Pisa, 1984.
- FERRERO G., *Impresa e Management*, Seconda edizione, Giuffrè Editore, Milano, 1987.
- FORESTIERI G., *La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura*, in Airolti G., Forestieri G. (a cura di), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, 1998.

- FRIEDMAN M., *Capitalism & Freedom*, University of Chicago Press, 1962.
- FUKAO M., *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*, The Brooking Institution, Washington, 1995.
- GALASSI G., *Corporate Governance and Welfare Economics*, Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, n. 7 e 8 (fascicolo doppio), 2000.
- GAMBINO A., *Governo societario e mercati mobiliari*, Giurisprudenza commerciale, Giuffrè Editore, nov./dic. 1997.
- GEDAJLOVIC E., SHAPIRO D., *Management and ownership effects: evidence from five countries*, Strategic Management Review, june, 1998.
- GHEZZI V.F., *I "doveri fiduciari" degli amministratori nei "principles of Corporate Governance"*, Rivista delle Società, Giuffrè editore, n. 2, 1996.
- GIANNESI E., *Possibilità e limiti della programmazione*, Centro Opera universitaria, Pisa, 1981.
- GRILLO M., SILVA F., *Impresa, concorrenza e organizzazione*, NIS, La Nuova Italia Scientifica, Torino, 1992.
- GROS-PIETRO G., *Privatizzazioni e Corporate Governance*, XVI Convegno su *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Courmayeur, 28-29 settembre 2001.
- GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.
- GUATRI L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
- GUATRI L., VICARI S., *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto. Creazione di valore in diversi contesti*, Egea, Milano, 1992.
- GUBITTA P., *Consigli di valore. I modelli di Corporate Governance come risorsa*, Sviluppo & organizzazione, sett/ott. 1999;
- HAMEL G., PRAHALAD C.K., *Strategic intent*, Harvard Business Review, 1989.
- HINTERHUBER A., *Dallo shareholder allo stakeholder - value management. Esperienze e riflessioni*, in *La valutazione delle aziende*, n. 18, settembre 2000.
- IRACE A., *Il ruolo degli investitori istituzionali nel governo delle società quotate*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè Editore, Milano, n. 235, 2001.
- JEGHER P.G., MARCHETTI P.G., *Corporate Governance*, Giurisprudenza commerciale, Giuffrè Editore, sett. 1997.
- JENSEN M., MECKLING W., *Theory of the firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, n. 3, 1976.
- JOHNSON A., HITT M., *Board of directors involvement in restructuring: the effects on board versus managerial*, Strategic Management Journal, summer 1993.

- KEASEY K., WRIGHT M., *Corporate Governance. Responsibilities, risk and remuneration*, John Wiley & Son, 1997.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., *Corporate ownership around the world*, NBER, 1998
- LAZZARI V., *Corporate Governance: fondamenti, aspetti controversi e prospettive future*, in *Economia & Management*; Egea, Milano n. 3, Maggio Giugno, 2001.
- MARCHETTI P.G., *La disciplina delle società quotate. Nel Testo Unico della finanza D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè Editore, Milano, 1999.
- MARCHETTI P.G., *Corporate Governance e disciplina societaria vigente*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, Milano, 1996.
- MASINI C., *Lavoro e Risparmio*, Seconda edizione, UTET, Torino, 1978.
- MATACENA A., *La responsabilità sociale: da vincolo ad obiettivo. Verso una ridefinizione del finalismo d'impresa*, in AA.VV., *Scritti in onore di C. Masini*, Egea, Milano, 1993.
- MAZZOLA P., *La diagnosi strategica nella gestione d'impresa. Metodologie e strumenti per la diagnosi della strategia competitiva*, Egea, Milano, 1996.
- MAZZONI A., *Gli azionisti di minoranza nella riforma delle società quotate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, Luglio-Agosto, 1998.
- MELIS A., *Corporate Governance. Un'analisi empirica della realtà italiana in un'ottica europea*, G. Giappichelli Editore, Torino, 1999.
- MILGROM P., ROBERTS J., *Economia Organizzazione e management*, Il Mulino, Bologna, 1994; trad. it. di *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall Inc., 1992.
- MOLTENI M., *I sistemi di Corporate Governance nelle imprese italiane di medie e grandi dimensioni*, in *I sistemi di Corporate Governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano, 1997.
- MONKS R., *What will be the impact of active shareholders? A Pratical Receipe for Constructive change*, Long Range Planning, jan. 1999.
- MONKS R., MINOW N., *On Corporate Governance*, Blackwell Business, 1995.
- MONFERRÀ S., *Investitori Istituzionali e Corporate governance in Italia. Spazio e forme di intervento per l'esercizio di un controllo attivo sulle imprese da parte dei fondi comuni aperti*, in Airoidi G., Forestieri G. (a cura di), *Corporate Governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etaslibri, Milano, 1998.
- MONTALENTI P., *Corporate Governance la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, *Giurisprudenza commerciale*, Giuffrè Editore, Milano, maggio/giugno 1998.
- MONTALENTI P., *Corporate Governance. Raccomandazioni Consob*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, Milano, n. 4, 1997.

- NOVAK M., *On Corporate Governance. The corporation as it ought to be*, The AEI Press, Washington DC, 1997.
- ONADO M., *La contendibilità quale base per una buona governance*, in Riolo F, Masciandaro D. (a cura di), *Il governo delle Banche in Italia*, Fondazione Rosselli, Quarto rapporto sul sistema finanziario italiano, Edibank, Milano, 1999.
- ONESTI T., *Fattori ambientali e comportamenti contabili: analisi comparata dei sistemi contabili di alcuni pesi industrializzati*, Giappichelli Editore, Torino, 1995.
- ONIDA P., *Economia d'Azienda*, UTET, Torino, 1965.
- PATRONI GRIFFI A., SANDULLI M., SANTORO V., *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Giappichelli Editore, Torino, 1999.
- PERNA R., *Mito e realtà nella democrazia societaria*, Giurisprudenza commerciale, Giuffrè Editore, Milano, luglio 1995.
- PORTER M.E., *On Competition*, trad. it, *Strategia e Competizione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001.
- PORTER M.E., *Capital choices: Changing the way America Invest in Industry*, Research report to Council of Competitiveness and co-sponsored by the Harvard Business School, June 1992.
- POZZA L., *Misurazione della performance d'impresa: strumenti e schemi*, Egea, Milano, 2000.
- PRAHALAD C.K., *Corporate Governance Value or Corporate Value Added? Rethinking the Primacy of Shareholder Value*, in *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, edited by D.H. Chew, Oxford University Press, 1997.
- PREDA S., *L'equilibrio tra stockholders e stakeholder*, Convegno AIDEA, Genova, 26 ottobre 2000.
- PREITE G., *Investitori istituzionali e riforma del diritto*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, Milano, n. 3, 1993.
- PRESTI G., *Raccomandazioni Consob nella cornice della Corporate Governance*, Rivista delle società, Giuffrè Editore, Milano, n. 4, 1997.
- RAJAN R.G., ZINGALES L., *The Governance of the New Enterprise*, in www.nber.org.
- RAPPAPORT A., *La strategia del Valore*, Franco Angeli, Milano, 1989; trad. it. di *Creating Shareholder Value*, New York, Free Press, 1986.
- REBOA M., *Le dismissioni di unità aziendali nei processi di ristrutturazione*, Egea, Milano 1996.
- ROE M., *Political Preconditions to Separating Ownership from Control: The Incompatibility of the American Public Firm with Social Democracy*, Columbia Law School Working Paper, 1999.
- ROE M., *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton, 1994.

- ROSS S.A., *The economic theory of agency: the principal's problem*, American Economic Review, n. 63, 1973.
- ROSSI G., *Il mito della Corporate Governance*, XVI Convegno su *Le nuove funzioni degli organi societari: verso la Corporate Governance?*, Courmayeur, 28-29 settembre 2001.
- ROSSI G., *Le cosiddette regole di « Corporate Governance » sono in grado di incidere sul comportamento degli amministratori?*, Rivista delle Società, Giuffrè Editore, Milano, n. 4.
- ROSSI G., *Trasparenze e vergogna. La società e la borsa*, Il Saggiatore, Milano, 1982.
- RUSSO P., *Decisioni aziendali e valore dell'impresa*, Egea, Milano, 2000.
- SAPELLI G., *L'impresa come soggetto storico*, Il Saggiatore, Milano, 1990.
- SAVONA P., *Il terzo capitalismo e la società aperta*, Longanesi, Milano, 1993.
- SCARDOVI C., *Corporate Governance. Odissea del valore*, ed. Il Sole 24 Ore, Milano, 1999.
- SCHNEIDER V.M., *When Financial Intermediaries are Corporate Owners: an Agency Model of Institutional Ownership*, in Journal of Management and governance, Vol. 4, n. 3, 2000.
- SERVAN SCHREIBER S. L., *Il mestiere di padrone*, Longanesi, Milano, 1991.
- SHAPIRA Z., *Governance in organizations: a cognitive perspective*, Journal of Management and Governance, vol. 4, n. 1-2, 2000.
- SKYES A., *Capitalism for Tomorrow*, ed. Capstone Publishing Ltd, Oxford, 2000.
- STUART S., *Corporate Governance Standards*, aprile 2000.
- SUNDARAMURTHY C., *Corporate Governance within the context of anti-takeover provisions*, Strategic Management Review, oct. 1996.
- TERZI V., *Strategie per accrescere il valore di mercato dell'impresa*, La valutazione delle aziende, settembre 1999.
- TREQUATTRINI R., *Economia aziendale e nuovi modelli di Corporate Governance: esperienze a confronto*, G. Giappichelli Editore, Torino, 1991.
- VACCÀ S., *Modelli dell'impresa e sistemi capitalistici: osservazioni sul metodo*, in Finanza, Marketing e Produzione, n. 3, 1994.
- WILLIAMSON O.E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, in Journal of Finance, n. 43, 1998.
- ZAPPA G., *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Tomo I, Giuffrè Editore, Milano, 1957.
- ZATTONI A., *Economia e governo dei gruppi aziendali*, Egea, Milano, 2000.
- ZILIOTTI M., *L'economia dell'informazione*, Il Mulino, Bologna, 2001.

ZINGALES L., *Corporate Governance. The new Palgrave Dictionary of Economics and Law*, in Discussion Paper Series n. 1806, 1997, Centre for Economics Policy.

Quotidiani

- AA.VV., *Dalle "pramidi" ai conflitti di interesse*, Il Sole 24 Ore, 29 agosto 2001.
- AMATO G., *Il capitalismo familiare va superato*, Il Corriere della Sera, 5 aprile 2001.
- AMATO G., *Troppe Authority soffocano il mercato*, Il Sole 24 Ore, 9 febbraio 2001.
- BOCCIARELLI R., ZINGALES L., *Soglia più alta per l'Opa*, Il Sole 24 Ore, 6 agosto 2001.
- BRAGANTINI G., *Flessibilità anche per i capitali*, Il Sole 24 Ore, 15 giugno 2001.
- CALDERONI M., *Fondazioni: il tesoro medita il colpo d'ala*, Il Sole 24 Ore, 15 settembre 2001.
- CARABINI O., *Legge draghi sotto la lente*, Il Sole 24 Ore, 8 agosto 2001.
- CERRETELLI A., *L'Italia fra rischi ed opportunità*, Il Sole 24 Ore, 7 giugno 2001.
- CIPOLLETTA I., *Perché il precedente è rischioso*, Il Sole 24 Ore, 1 maggio 2001.
- DRAGHI M., *La Governance che fa bene all'impresa*, Il Sole 24 Ore, 11 aprile 2001.
- FAZIO A., *Fondazioni via da banche e assicurazioni*, Il Sole 24 Ore, 15 luglio 2001.
- GIAVAZZI C., *Grande partita tutta italiana*, Il Corriere della Sera, 29 luglio 2001.
- GIORDANO F., *Il sistema virtuale del mercato: un modello per la borsa paneuropea*, Il Sole 24 Ore, 16 gennaio 2001.
- LOCATELLI F., *In quelle nozze ci sono due peccati*, Il Sole 24 Ore, 24 settembre 2001.
- LOCATELLI F., *Italia sistema debole*, Il Sole 24 Ore, 23 maggio 2001.
- LOCATELLI F., *Così si distorce la concorrenza*, Il Sole 24 Ore, 17 maggio 2001.
- LOCATELLI F., *Una scelta nel segno del mercato*, Il Sole 24 Ore, 28 febbraio 2001.
- MARCHESINI E., *Capitali senza frontiere*, Il Sole 24 Ore, 25 novembre 2000.
- MELI A., *Le Borse puntano sulla Borsa*, Il Sole 24 Ore, 16 giugno 2001.
- NARDOZZI G., *I grandi affari rafforzano le imprese?*, Il Sole 24 Ore, 9 agosto 2001.

- NARDOZZI G., *Una carta da giocare sul tavolo europeo*, Il Sole 24 Ore, 14 febbraio 2001.
- OLIVIERI A., *Il nuovo mercato, regno del day trader*, Il Sole 24 Ore, 25 gennaio 2001.
- ONADO M., *Perché sull'Opa non basta la legge*, Il Sole 24 Ore, 8 agosto 2001.
- ONADO M., *Voto contro dell'Europarlamento; Opa europea bocciata a Strasburgo*, Il Sole 24 Ore, 5 luglio 2001.
- ONADO M., *Generali, regole da ripensare subito*, Il Sole 24 Ore, 1 maggio 2001.
- ONADO M., *Finanza, una prova di maturità*, Il Sole 24 Ore, 1 marzo 2001.
- ONADO M., *Noccioli duri, il male delle banche*, Il Sole 24 Ore, 23 gennaio 2001.
- PAVESI F., *Saipem la corsa oltre il raddoppio*, Il Sole 24 Ore, 28 maggio 2001.
- PENATI A., *Nuovo mercato, trasparenza ancora lontana*, Il Corriere della Sera, 14 gennaio 2001.
- PENATI A., ZINGALES L., *Oscar della finanza. La peggiore? È stata Saipem*, Il Corriere della Sera, 31 dicembre 1999.
- PERUZZI C., *Fondaria nozza difficili con SAI*, Il Sole 24 Ore, 31 agosto 2001.
- SAPELLI G., *Fondazioni basta attacchi*, Il Sole 24 Ore, 19 maggio 2001.
- SAPELLI G., *Le fondazioni investono nelle imprese*, Il Corriere della Sera, 25 maggio 2001.
- SINISCALCO D., *Riforme per mercati più liberi*, Il Sole 24 Ore, 27 maggio 2001.
- SPAVENTA L., *Non esiste la soglia ideale per l'Opa*, Il Sole 24 Ore, 7 agosto 2001.
- TALAMONA M., *Opa manager e ragioni d'industria*, Il Corriere della Sera, 10 giugno 2001.

