

Università degli Studi di Macerata
Laboratorio Fausto Vicarelli

VII Lezione Vicarelli
(Macerata 6 marzo 2002 – Facoltà di Economia)

Struttura proprietaria e *corporate governance*
Ai confini tra diritto ed economia

di

Luigi Spaventa
Presidente della Consob

(testo provvisorio e privo di note della lezione tenuta dal prof. Spaventa, tratto dalla registrazione della stessa)

E' per me un onore questo invito, in questa Università, a tenere una lezione che porta il nome di Fausto Vicarelli. Non posso che ripetere quanto dissi in un incontro a Roma alla sua facoltà a un anno dalla sua morte: che il ricordo di Vicarelli mi provocò, e ancor oggi mi provoca, un disagio di coscienza. Perché in occasione della sua morte apprendemmo quanto tempo e quanto lavoro Vicarelli dedicava ad aiutare spiritualmente e materialmente altri uomini: che non erano economisti, accademici, sindacalisti, banchieri centrali; ma semplicemente altri uomini, che solo si distinguevano per essere più deboli e ai quali, come ci fu testimoniato, egli dava la forza del suo affetto in un'opera silenziosa di cui noi, suoi colleghi, poco o nulla sapevamo. E perché Vicarelli, che ben conosceva la teoria e la tecnica dell'economia, nella sua professione, e diversamente da tanti altri della professione, cercò sempre di lavorare su più fronti: l'impegno civile; la conoscenza delle istituzioni e della storia; il rapporto critico e dialettico fra modelli e realtà.

L'argomento che oggi tratto non si studia sui manuali di microeconomia e poco si studia in quelli di diritto commerciale. Non ha il fascino della macroeconomia, né il rigore della teoria dell'equilibrio. Ma a ben vedere la moderna società per azioni, o addirittura l'impresa non hanno cittadinanza in quelle teorie. Devo chiedere pazienza in un'esposizione di rassegna, prevalentemente didattica.

Premessa

In Europa, e soprattutto in Italia, in Germania e in Francia, la proprietà e il controllo delle società quotate sono fortemente concentrati ed è relativamente bassa la quota di proprietà attribuibile al mercato (inteso come insieme degli azionisti minori). In Inghilterra e negli Stati Uniti la proprietà è diffusa (con circa il 90% al mercato) e vi sono pochi casi di controllo di diritto o di fatto.

In generale, nel mondo non anglosassone si manifesta in prevalenza una concentrazione del controllo delle imprese quotate: di diritto, quando un soggetto controlla la maggioranza dei voti in assemblea; o di fatto, quando, in assenza di altri azionisti forti, una quota inferiore al 50% sia sufficiente ad assicurare la maggioranza. Si verifica sovente una scissione del controllo dai diritti di proprietà (più precisamente dai diritti ai dividendi): con l'emissione di azioni prive di diritto di voto, o di azioni a voto potenziato; per mezzo di piramidi proprietarie o di partecipazioni incrociate, disegnate per garantire il controllo di diritto senza un corrispondente impegno nella proprietà. Al limite anglosassone, la frammentazione dell'intera proprietà non consente ad alcun azionista di esercitare un controllo di diritto o di fatto sulla gestione dell'impresa, che viene affidata a uno o più funzionari-manager, indipendentemente dal fatto che essi siano o meno azionisti.

Questa varietà di assetti proprietari e di controllo pone svariati problemi, che è agevole distinguere concettualmente, ma che di fatto si sovrappongono. E' possibile rinvenire uno o più fattori che determinino sistematicamente la prevalenza dell'uno o dell'altro assetto proprietario? Quali sono gli effetti dell'uno o dell'altro assetto sulla distribuzione del reddito d'impresa? Si può ritenere che un assetto sia superiore ad un altro in termini di efficienza microeconomica, ossia di gestione dell'impresa e/o in termini di efficienza del sistema?

Anche se questi problemi spesso si intersecano, mi occuperò soprattutto del primo e del secondo. Anzitutto considererò in termini generali quali conseguenze producono i diversi assetti proprietari sulla posizione degli investitori privi di potere di controllo. Esporrò poi, criticamente, i risultati di una recente letteratura sulle determinanti degli assetti proprietari. Concluderò con qualche considerazione sulla situazione italiana.

I

Assetti proprietari e costi d'agenzia

- In tutte le società per azioni quotate, con titoli offerti al pubblico, si verifica una separazione della proprietà, o di parte di essa, dal controllo sulla gestione dell'impresa, esercitato da un manager o dall'azionista maggioritario (o dai suoi delegati). Ne deriva una conseguenza che è acconciamente descritta da due citazioni, una assai antica, una assai moderna:

[In una società per azioni] “la maggior parte [degli] azionisti raramente pretendono di capire qualcosa degli affari della società e... non se ne curano minimamente ma si accontentano di ricevere il dividendo...che gli amministratori ritengano opportuno distribuire loro. ... Non ci si può certo aspettare che gli amministratori [delle società per azioni] che gestiscono il denaro altrui piuttosto che del loro lo sorvegliano con la stessa accurata vigilanza con cui i soci di una società privata sorvegliano il loro... [N]egligenza e prodigalità devono sempre più o meno prevalere nella gestione degli affari della società”. (Adam Smith, *The Wealth of Nations*, 1776, E.A.R. Seligman ed., London, 1910, 1950, vol. 2, p. 229; trad. it. Milano, 1973, pp. 733-34.

“Vi è un che di magico nell'esistenza di un mercato dei titoli: un mercato in cui gli investitori sono disposti a versare somme ingenti a degli sconosciuti per ottenere diritti intangibili, il cui

valore dipende interamente dalle informazioni che vengono rese disponibili e dall'onestà del venditore" (Bernard Black, "The legal and institutional preconditions for strong securities markets", *UCLA Law Review*, 2000)

Ambedue le citazioni indicano un problema generale: quello detto del costo di agenzia. La disgiunzione della proprietà dal controllo dà luogo a un rapporto (implicito) di agenzia fra un delegante (*principal*), che è l'azionista non controllante, e un delegato (*agent*), che è colui che gestisce effettivamente l'impresa. Il primo, un *outsider*, si trova in situazione di endemica inferiorità rispetto al gestore-delegato, manager o controllante, che è un *insider* negli affari aziendali e, come tale, ha informazioni sulla situazione dell'impresa di cui l'azionista minoritario non dispone. Nulla garantisce che le decisioni assunte dal delegato siano quelle ottimali per il delegante. Questo potenziale (o effettivo) conflitto d'interessi condiziona le scelte di finanziamento dell'impresa e di investimento del risparmiatore: dà luogo in conseguenza a un costo – il costo d'agenzia, appunto – che, in generale, si manifesta nella differenza fra le scelte ottimali, quando vi è piena coincidenza fra proprietà e gestione e quelle subottimali, quando proprietà e gestione sono disgiunte.

- In termini concreti, tuttavia, le due citazioni configurano situazioni che hanno sì caratteristiche comuni, ma hanno anche importanti connotazioni diverse, connesse alla struttura proprietaria. La caratteristica comune è che sia l'azionista maggioritario di controllo (in fatto o in diritto), sia il manager controllante non proprietario possono attribuirsi privilegi, economici e in natura, non giustificati dagli interessi della società, e dunque degli azionisti: remunerazioni eccessive; liquidazioni e piani pensionistici opulenti; dimore "di servizio"; iscrizione a costosi circoli; uso a fini privati di macchine e aerei; e via dicendo. Le differenze risiedono altrove.

Nel caso di proprietà diffusa si manifesta, il problema illustrato dalla citazione di Adamo Smith e ampiamente analizzato da Berle e Means negli anni trenta. Poiché nessun azionista è in grado di controllare l'operato del manager-gestore, questi, non interessato (o solo marginalmente interessato) alla proprietà, può non solo compiere scelte sbagliate, ma anche perseguire disegni di potere con un impiego discrezionale delle risorse dell'impresa. Gli azionisti di minoranza non hanno modo di esprimersi sulla convenienza di progetti di espansione e di acquisizioni realizzati con il ricorso a fondi interni o all'indebitamento, in alternativa a una maggiore distribuzione di utili o a minori oneri da indebitamento: essendo moltitudine, non sono in grado di esercitare una efficace azione di monitoraggio, sia per mancanza di informazione, sia perché si manifesta un problema detto "di azione collettiva", in quanto ogni azionista minoritario certamente beneficia di iniziative di controllo assunte da altri, ma, da solo, non ha mezzi e incentivi sufficienti ad assumerle.

- I problemi indicati vengono almeno in parte risolti quando un azionista di controllo, o quanto meno con una forte partecipazione nella società, essendo titolare di una quota rilevante dei diritti sul reddito dell'impresa (*security benefits*), internalizza i costi e i benefici delle decisioni aziendali. Questa condivisione con tutti gli altri azionisti dei vantaggi del controllo riduce il costo

del monitoraggio, che è una componente del costo complessivo d'agenzia. In questo caso, tuttavia, vi sono altri costi per l'azionista di minoranza.

La recente letteratura ha dedicato grande attenzione ai cosiddetti *benefici privati del controllo*, ottenuti in virtù del controllo esercitato sulla società. Qualche distinzione è opportuna. Può trattarsi di benefici condivisi con gli altri azionisti: ad esempio, il monitoraggio sulla gestione; o le sinergie ottenibili con altra società sotto il controllo del medesimo soggetto. Vi sono poi benefici, che pur se non condivisi, non sono tali da danneggiare gli altri azionisti: come il potere, anche politico, in senso lato, e il prestigio che si ottengono dall'esercitare il controllo su una grande società. Infine – ed è la categoria più studiata - all' *insider* azionista che possiede una quota di maggioranza relativa si offre l'opportunità di dirottare a proprio beneficio, e a danno degli altri azionisti, una frazione del reddito o della ricchezza dell' impresa. Lasciando da parte situazioni patologiche di vero e proprio ladrocinio, l'appropriazione indebita può avvenire in molti modi: transazioni con parti correlate o collegate, o, in chiaro, transazioni in conflitto d'interesse, con prezzi di trasferimento diversi da quelli di mercato per contratti di fornitura di beni e servizi fra la società e altre entità controllate, o con la vendita o acquisto di attività reali o finanziarie a prezzo di favore; vantaggi offerti dall'informazione privilegiata sulle prospettive della società.

- La schematizzazione di questi due casi polari (proprietà diffusa e azionista di controllo) deve essere completata e qualificata da alcune osservazioni.

L'esistenza di benefici privati del controllo, effettivi o potenziali, è più immediatamente percepibile dal mercato che non i costi d'agenzia manageriali. I primi sono inerenti a una certa struttura proprietaria; i secondi si manifestano nitidamente solo *ex post factum*, ossia solo dopo che le scelte sbagliate d'investimento, di acquisizioni, di diversificazione hanno prodotto i loro effetti sul bilancio della società. Vi è la possibilità che il manager sia bravo e si comporti negli interessi della società; invece, l'occasione, che fa l'uomo ladro, è intrinseca a un assetto di proprietà concentrata, e di ciò il mercato tiene conto. Ne segue che la maggiore percepibilità da parte del mercato dei possibili benefici privati del controllo rischia di falsare il confronto fotografico, a una certa data, con la proprietà diffusa, poiché non sconta le conseguenze degli episodi, a volte clamorosi, di errori manageriali. D'altro canto, sarebbe azzardato, anche se non del tutto errato, ritenere che i benefici privati del controllo siano il costo inevitabile del monitoraggio: non è affatto detto che tutti quelli di cui gode o potrebbe godere l'azionista di controllo siano necessari.

In secondo luogo, le forme intermedie fra proprietà diffusa e concentrata possono esaltare o temperare i problemi che ho sommariamente indicato. Il *trade-off* fra più attento monitoraggio e maggiori benefici privati peggiora decisamente quando il controllante riesca a ridurre il rapporto fra quota di proprietà e quota di controllo. Nelle strutture piramidali, grazie alle quali un soggetto che abbia maggioranza proprietaria in una società a monte riesce indirettamente a

controllare una società a valle, il rapporto fra diritti di controllo e diritti ai dividendi è tanto più alto quanto più lunga è la catena: in una catena verticale di n società, ciascuna delle quali abbia il 51% della società sottostante, il controllo di diritto della n -esima società è ottenuto dal socio maggioritario della società a monte con una quota di proprietà pari a $(0,51)^n$. Si configura in questo caso una struttura errata di incentivi, poiché, mentre permane l'opportunità di appropriazione di benefici privati a danno degli azionisti di minoranza della società controllata a valle, si riduce lo stimolo al monitoraggio, poiché sono minori i *security* benefits del controllante.

Quando invece ad un azionista di maggioranza relativa si affianchi un altro azionista forte, in grado di controllare il primo, il *trade-off* fra controllo della gestione e benefici privati migliora, poiché il secondo socio vincolerà la libertà di azione del primo.

La corporate governance

- Le regole e le istituzioni del governo societario – traduzione imperfetta del termine *corporate governance* – proteggono l'investitore *outsider*, riducendone la posizione di endemica inferiorità nei confronti dell'*insider*: sono una tecnologia che serve a ridurre i costi di agenzia.

Con molta semplificazione, si possono raggruppare queste regole e istituzioni a seconda della loro specifica finalità.

In via di principio gli azionisti possono esprimere la loro voce in occasione delle assemblee. Gli istituti societari dovrebbero agevolare l'espressione di questa voce e l'attivismo dei soci minoritari. La democrazia societaria subisce numerose varianti rispetto al principio secondo cui a ogni azione deve corrispondere un voto: azioni prive di diritto di voto (come le nostre azioni di risparmio), e dunque azionisti privi di voce, o, per contro, azioni con diritto di voto potenziato rispetto ad altre (le cosiddette azioni a voto multiplo); previsioni statutarie di limitazione dei voti esprimibili da ciascun socio (*voting caps*), sino ad arrivare al limite del voto capitario, indipendentemente dalla quota di capitale posseduto (come avviene nelle nostre banche popolari). Le facilitazioni della possibilità di delega dovrebbero favorire l'espressione degli azionisti minoritari: possono tuttavia produrre risultati opposti là dove la delega è sistematicamente affidata a istituzioni finanziarie o bancarie, come avviene in Germania.

Le istituzioni e le regole dovrebbero garantire una effettiva parità di trattamento agli azionisti: in termini di diritti al dividendo e di partecipazione agli aumenti di capitale; di possibilità di uscita, quando la società decida il riacquisto di azioni proprie e, ancor più, nel caso di mutamento della situazione di controllo, o quando muti l'oggetto sociale o la struttura stessa della società.

Gli azionisti devono avere la possibilità di rimedi legali contro le eventuali malefatte degli amministratori: in particolare, possibilità di denuncia al tribunale e di intraprendere una azione sociale di responsabilità (*derivative suits*).

Gli strumenti del controllo sulla gestione non possono esaurirsi nei voti di assemblea e nei controlli legali. Un controllo continuo dovrebbe essere esercitato dagli organi e dai meccanismi di controllo detti endo-societari, di cui esiste grande varietà nei diversi ordinamenti: da noi il collegio sindacale; altrove comitati di amministratori; altrove ancora un consiglio di sorveglianza, distinto da un consiglio di gestione.

Affinché i diritti di voce degli azionisti e soprattutto le facoltà di entrata nella proprietà della società e di uscita da essa (l'*exit*) possano esercitarsi, assume importanza cruciale una informazione corretta e tempestiva e trasparente. I bilanci sempre, e da sempre, rappresentano in qualche misura una convenzione di cui l'innovazione finanziaria aumenta l'arbitrarietà. I principi contabili, tuttavia, devono prevenire le occasioni di elusione che gli amministratori delle società potrebbero cogliere, per occultare utili (onde appropriarsene) o perdite (per non subire le proteste degli azionisti o la sanzione del mercato).

Di non minore importanza dell'informazione contabile periodica è l'informazione continua: sia su quegli eventi, i quali, – per usare la terminologia del nostro Testo unico sulla finanza – siano “idonei, se resi pubblici, a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari”; sia su transazioni compiute dagli amministratori in potenziale conflitto d'interesse, suscettibili di dar luogo a trasferimento di reddito o di ricchezza a danno della società e a favore di altre entità controllate dagli amministratori.

- I presidi posti a tutela degli azionisti, presenti in misura diversa e con diversa efficacia nei diversi ordinamenti, hanno natura giuridica variegata.

Tipicamente, le norme del diritto societario e quelle riguardanti la tutela legale degli azionisti sono il risultato dell'intervento pubblico e della legislazione. Altre regole possono essere stabilite dalle borse – più in generale dai gestori dei mercati riconosciuti – come condizione per la quotazione e la negoziazione. A un livello di cogenza ancora più basso vi è l'autoregolamentazione: entro gli spazi dell'autonomia statutaria, che consente a una società di darsi regole più stringenti di quelle imposte dall'ordinamento, o nella forma di codici collettivi di autoregolamentazione, con adesione solo volontaria alle prescrizioni in essi contenute.

Vi sono infine norme di comportamento né cogenti, né scritte e neppure precisamente definite, le quali sono imposte non da leggi o da regole ma dai condizionamenti esercitati dall'ambiente in cui operano i partecipanti al mercato. Comportamenti ritenuti scorretti, anche se non illegittimi, possono essere sanzionati con una perdita di reputazione, che può avere un elevato costo in termini di accesso al finanziamento esterno.

- L'origine delle regole di *corporate governance* è varia. Nei paesi pionieri (e tuttora all'avanguardia) dello sviluppo della finanza – ossia Inghilterra e Stati Uniti – la regolamentazione privata precede quella pubblica. Gli intermediari che gestiscono le borse sono interessati nel buon funzionamento del mercato, e dunque nella sua affidabilità, che è garantita da condizioni stringenti di ammissione e di negoziazione, soprattutto in termini di

trasparenza. Solo in seguito le regole dei mercati vengono recepite a livello di legislazione e di regolamentazione pubblica, assumendo così la veste di *mandatory regulation*.

Nei paesi dell'Europa continentale, e soprattutto, in Italia e in Francia le borse erano enti pubblici (e l'agente di cambio un pubblico ufficiale), prive di autonomi poteri; la regolazione dei mercati e del governo societario nasce pubblica, e in ritardo. Questa differenza di vicende riguarda anche la sostanza. Almeno all'inizio, l'origine di mercato offre un terreno più solido, quanto meno in termini di condivisione, alla regolazione pubblica. Per contro, l'intervento pubblico *ab origine* si inserisce in un contesto meno ricettivo ed è esposto a maggiori condizionamenti ambientali non favorevoli.

Noto infine che le regole di governo societario, in senso ampio, se possono ridurre quella parte dei costi d'agenzia che derivano dalla possibile espropriazione da parte degli amministratori in danno degli azionisti minoritari, non possono mai impedire gli errori compiuti nelle scelte gestionali, anche quando questi dipendano dal perseguimento di finalità non compatibili con gli interessi della società. Nella terminologia giurisprudenziale americana, vale la *business judgement rule*, che impedisce di sanzionare gli errori manageriali. Quella parte del costo di agenzia imputabile all'assenza di monitoraggio sulla gestione dei manager nel caso di proprietà diffusa trova dunque rimedio solo parziale nei presidi legislativi e regolamentari posti a tutela dell'investitore.

II

La ricerca sulle relazioni fra tutela dell'investitore e assetti proprietari

- Una letteratura recente e in rapida espansione, soprattutto nordamericana, ha ritenuto di stabilire una precisa relazione di causalità fra qualità della *corporate governance* e il grado di concentrazione proprietaria delle imprese quotate. L'intuizione è la seguente.

Là dove la protezione assicurata dall'ordinamento agli azionisti è meno soddisfacente, i benefici privati del controllo sono maggiori: all'azionista di controllo si offrono maggiori possibilità di appropriazione ai danni degli azionisti di minoranza senza subire sanzioni. In conseguenza, da un lato il controllo è più appetibile; dall'altro lo *status* di azionista minoritario, proprio per la stessa ragione, è meno attraente. In una situazione siffatta, il proprietario originario di un'impresa che viene messa sul mercato sarà incline a cederne solo una quota minoritaria, anche nella consapevolezza che, se egli cedesse il controllo, altri cercherebbe di appropriarsene, acquistando sul mercato. D'altra parte chi sottoscrive azioni dovrebbe scontare (anche se ciò non è sempre chiaro) la possibilità di espropriazione: ne deriva un maggior costo del capitale e pertanto un ulteriore disincentivo all'emissione di azioni. Ne segue che là dove la protezione dell'investitore è più debole la proprietà sarà, e tenderà a restare, più concentrata. Si giunge alla medesima conclusione considerando la protezione che

l'ordinamento offre in generale nei confronti degli *insider*, siano azionisti di controllo o manager: il fondatore di un'impresa sarà tanto meno incline a fare uscire l'impresa dal controllo di famiglia, che, anche se a spese dell'efficienza di gestione, assicura un migliore monitoraggio, quanto minore è il grado di protezione.

Questa proposizione trae origine da due correnti di letteratura.

- La prima, assai più debole, è quella attribuibile ad alcuni studiosi americani di *law and economics*, i quali, anche ispirati dall'analisi quantitativa degli economisti di cui dirò fra poco, si sono avventurati in confronti di ordinamenti condotti con pennellate larghe. Si parte dalla premessa che Inghilterra e Stati Uniti (al di là delle loro differenze) offrono presidi più forti di tutela dell'investitore di quelli che si rinvengono in altri ordinamenti; e dalla constatazione che in entrambi gli ordinamenti prevale, come ho già detto, la diffusione della proprietà azionaria, mentre sono rari i casi di concentrazione e di controllo. Si fa derivare la constatazione dalla premessa. Dalla ulteriore constatazione che i mercati azionari di New York e di Londra sono i maggiori in termini di capitalizzazione e i migliori in termini di liquidità, si traggono due conclusioni in qualche misura politico-ideologiche: che lo *standard* ottimale, in termini sia microeconomici sia, soprattutto, di sistema, è quello della proprietà diffusa; che la concorrenza fra ordinamenti provocherà un'inevitabile convergenza verso quel modello proprietario e, come presupposto, verso quel modello di *corporate governance*, o, alternativamente, una emarginazione in posizioni di nicchia.
- Il secondo filone di letteratura, di matrice economica, è più interessante, più preciso; corredato da estese ricerche quantitative; anche più cauto, quanto meno nel giudizio sull'efficienza relativa di assetti alternativi; né si avventura in previsioni di inevitabile tendenza all'uniformità. I modelli teorici sono variegati, pur se la funzione cruciale del costo d'agenzia rappresenta il comune denominatore. Sempre rigorosi, ma non sempre di sufficiente generalità, essi cercano di razionalizzare i risultati ottenuti in un gran numero di ricerche empiriche, di cui conviene dar breve conto.

L'analisi empirica si è anzitutto avventurata nella definizione e nella misura del grado di protezione dell'investitore, in qualche decina di paesi, con indici costruiti in base alla presenza, o all'assenza, di numerose caratteristiche che qualificano un sistema soddisfacente di *corporate governance*: uguaglianza di diritti di voto in assemblea, facilità di accesso all'assemblea, potere di convocazione, uguaglianza di trattamento, rimedi legali contro gli abusi degli amministratori. Fra tali indici di tutela dell'azionista di minoranza, da un lato, e sviluppo dei mercati finanziari e azionari, e grado di concentrazione della proprietà nei diversi paesi, dall'altro sono state verificate relazioni econometriche. Si è anche cercato di classificare i paesi a seconda della "famiglia legale" a cui appartengono: diritto comune; diritto civile di derivazione tedesca; diritto civile di derivazione francese. Si è notato che gli indici di protezione sono i più elevati nella prima famiglia, quella di diritto comune, in cui gli indici di concentrazione

proprietaria sono anche i più bassi; e più bassi nella terza, quella di diritto civile di derivazione francese, in cui la concentrazione proprietaria è più elevata. Gli indici di protezione dell'investitore dovrebbero riflettere quanto spazio si apre alla possibilità, per gli *insider*, di espropriare gli azionisti di minoranza. Un passo ulteriore viene compiuto con i tentativi di misurare direttamente, sia pure con metodi indiretti, i benefici privati. Le misure impiegate sono due: la differenza fra il prezzo di mercato delle azioni ordinarie e quello delle azioni prive di diritto di voto (*voting premium*); la differenza fra il prezzo pagato per l'acquisto, fuori mercato, di blocchi di controllo e il prezzo di mercato delle azioni. L'una e l'altra differenza dovrebbero rappresentare il valore attribuito all'acquisizione del controllo (potenziale nel primo caso, effettivo nel secondo), che dovrebbe essere nullo qualora il controllo non consentisse estrazione di benefici privati dall'impresa. Le misure così ottenute, per una pluralità di paesi, sono state poi poste in relazione con lo sviluppo dei mercati finanziari e con il grado di concentrazione proprietaria e di controllo, risultando confermati i risultati di una relazione negativa con lo sviluppo finanziario, positiva con la concentrazione proprietaria.

Con molta ambizione, ci si chiede se le variabili assunte come indipendenti nelle analisi citate possano a loro volta trovare spiegazioni plausibili e plausibilmente verificate. In una impostazione suggestiva di *political economy* della *corporate governance* e dei mercati finanziari, viene stabilita e verificata una relazione negativa fra grado di protezione degli investitori e grado di protezione degli occupati sul mercato del lavoro. Per quanto riguarda i benefici privati del controllo, se ne cerca una spiegazione non solo negli istituti legali di protezione dell'investitore, ma anche in quelli che vengono definiti istituti extra-legali e che meglio potrebbero essere chiamati fattori ambientali, come il grado di attuazione delle leggi e le cosiddette "norme morali", misurate con variabili surrogate, quali la diffusione della stampa (come mezzo di informazione e di sanzione di reputazione) e l'osservanza degli obblighi tributari.

Alcune osservazioni critiche

- Quello che ho offerto è solo un assaggio incompleto di una letteratura ricca e interessante, che ha avuto il grande merito di occuparsi con rigore e con competente dispiego degli strumenti dell'analisi quantitativa di problemi ignoti o trascurati dalla teoria microeconomica tradizionale. La conclusione che un'insufficiente tutela dell'investitore ostacola la diffusione della proprietà azionaria e rappresenta un incentivo alla concentrazione difficilmente può essere messa in dubbio, soprattutto in punto di teoria. Ciò non significa tuttavia che i risultati, e a volte la stessa impostazione di quella ricerca possano essere presi come oro colato.

Due questioni principali ci si deve porre, fra loro connesse: se vi siano variabili omesse nella spiegazione degli assetti proprietari, ossia se il grado di protezione dell'investitore sia il solo fattore che determina il grado di concentrazione; se, in conseguenza, si possa ritenere che una

concentrazione proprietaria elevata sia sintomo di insufficiente protezione dell'investitore e, per contro, la proprietà diffusa sia sintomo di protezione soddisfacente. Le sparse osservazioni che seguono si propongono non certo di dare risposte definitive, ma piuttosto di motivare riserve e dubbi.

- In analisi diverse da quelle ricordate si rinviene l'indicazione di numerose altre variabili (spesso imperfettamente misurabili) che incidono sulla scelta di un'impresa di ricorrere in misura più o meno estesa al capitale esterno di rischio: l'orizzonte temporale dell'impresa e il grado di impegno a lungo termine richiesto dall'investimento; l'importanza dell'investimento in ricerca e sviluppo; pertanto la struttura del sistema industriale. Conta inoltre la composizione dell'attivo fra immobilizzazioni materiali e i cosiddetti *intangibles*, poiché la prevalenza delle prime, che costituiscono adeguata garanzia, agevola l'accesso al credito bancario; quella dei secondi obbliga a un maggior ricorso al capitale di rischio: non per caso l'esplosione della *new economy*, nelle cui imprese prevalgono le attività immateriali, ha visto un fiorire di nuove quotazioni, non solo negli Stati Uniti, ma anche in Europa. Conta inoltre, e molto, il sistema tributario, che può essere congegnato in modo tale da incoraggiare o scoraggiare l'uno o l'altro assetto di controllo.

Accanto a un problema di offerta di investimento azionario, da parte delle imprese, esiste anche un problema di domanda, da parte di soggetti, che abbiano l'incentivo, la capacità e i mezzi di esercitare un monitoraggio sull'investimento. Questi soggetti non sono certo gli investitori individuali; sono tipicamente quelli istituzionale e, fra essi, soprattutto i fondi pensione, che, diversamente da quelli di investimento, operano su un orizzonte di lungo periodo. La presenza di investitori istituzionali, e soprattutto di fondi pensione, varia da paese a paese, ed è massima in quelli anglosassoni.

La storia, inoltre, non comincia mai da zero. Il passato rappresenta per così dire un costo fisso, in termini non tanto di immobilizzazioni, quanto di istituzioni, di atteggiamenti, di mentalità, che condiziona gli sviluppi successivi e la cui influenza si modifica molto lentamente: qualche studioso giustamente attira l'attenzione su questa *path dependence*.

- Non mi pare che le analisi empiriche a cui ho fatto cenno prestino dovuta attenzione a cosiddetti benefici condivisi del controllo. Il beneficio del controllo dovrebbe essere misurato al netto dei vantaggi ottenibili da un più attento monitoraggio sulla gestione manageriale, dei quali godono anche gli altri azionisti. Parte del premio pagato da un soggetto che aspiri al controllo potrebbe essere dovuto alla previsione (o all'illusione) che la gestione e i risultati dell'impresa possano essere migliorati. Da questo punto di vista, l'ipotesi che il mercato sconti immediatamente i potenziali benefici di una nuova gestione all'atto del trasferimento del controllo, implicita nella misura del premio sui blocchi, pare più che ardita: si basa su un assunto di mercati perfettamente efficienti, a cui ormai è difficile credere.

D'altra parte, casi macroscopici di fallimento del modello di proprietà diffusa dovuti a errori, colpa e dolo di managers senza controllo sono sotto gli occhi di tutti: il caso Enron è il più clamoroso; ma altri sono stati svelati in coincidenza con esso, altri ve ne sono stati, altri ve ne saranno.

- Proprio il caso Enron induce a considerare con più cautela l'attribuzione della qualifica di (relativa) ottimalità al sistema di controlli vigente negli Stati Uniti a tutela dell'investitore. La letteratura a cui mi sono riferito rinviene, giustamente, la superiorità del diritto comune sul diritto civile nella circostanza che, laddove il primo consente una valutazione più ampia degli interessi dell'azionista in base al principio dei "doveri fiduciari" degli amministratori, il secondo si basa su regole precise e poco flessibili (*bright line rules*). Per i principi contabili è invece avvenuto l'inverso: l'estremo dettaglio di quelli americani ha consentito agli amministratori infedeli di trovare i mezzi più acconci di elusione. Ci si è inoltre resi conto della inutilità della presenza di amministratori indipendenti e, soprattutto, dell'inefficacia dei controlli sulla revisione contabile.

Nella stessa vena, si deve osservare che gli indici di protezione dell'investitori impiegati nelle analisi econometriche sono ormai in parte obsoleti, per quanto riguarda l'Europa: come dirò, quegli indici sono migliorati, soprattutto nel caso dell'Italia; mentre non si sono verificati mutamenti di rilievo nella struttura proprietaria.

- Azzardo infine un'ultima osservazione, che non deve essere tuttavia interpretata come semplicistica critica alla ricerca quantitativa condotta su un gran numero di dati con l'impiego di strumenti avanzati. Questa ricerca ci offre un'interessante visione d'insieme della foresta, in cui si compongono, si compensano, si sommano le specificità dei diversi paesi; si perdono, nella visione di insieme i singoli alberi. Quando tuttavia si prova a misurare i casi singoli sulla scorta dei risultati delle relazioni econometriche (come forse non si dovrebbe fare, ma come si è sempre tentati di fare) le sorprese sono numerose: molti alberi non stanno nel posto ove ci si aspetta che debbano stare, e molti non hanno le sembianze che ci si aspetta che debbano avere. Fuor di metafora, almeno in Europa, in molti paesi le previsioni ricavabili dall'analisi econometrica sulle relazioni fra protezione dell'investitore, forme proprietarie e sviluppo dei mercati non paiono rispettate.

Una breve analisi del caso italiano convalida forse alcune di queste osservazioni.

III

- In Italia la protezione legale degli azionisti di minoranza delle società quotate in borsa ha subito un notevole miglioramento con l'approvazione del cosiddetto Testo unico della finanza (decreto legislativo n.58 del 24.2.1998), che contiene un'intera sezione sulla tutela delle minoranze. Il quorum per la convocazione dell'assemblea viene ridotto dal 20 al 10 per cento del capitale

sociale; con il 2 per cento, invece del 5, si può fare denuncia al collegio sindacale, con il 5 per cento, invece del 10, si può sporgere denuncia al tribunale contro amministratori e sindaci; con il 5 per cento del capitale, e senza passare per una previa delibera assembleare, si può esercitare l'azione sociale di responsabilità; le delibere dell'assemblea straordinaria richiedono una maggioranza di due terzi, e non più della maggioranza semplice, del capitale rappresentato; viene esteso il diritto di recesso; viene prescritta una rappresentanza delle minoranze nel collegio sindacale, al quale sono attribuiti poteri e doveri più pregnanti; si consente che gli statuti prevedano il voto per corrispondenza; si amplia la possibilità di voto per delega. Si è infine lasciato spazio all'autonomia statutaria, per migliorare le previsioni della legge.

In virtù di queste innovazioni, il voto assegnato all'Italia con l'indice di protezione legale delle minoranze recepito, nonostante la sua arbitrarietà, nella letteratura passerebbe da un umiliante 1 su 6 a un più lusinghiero 5. Si deve aggiungere che il Testo unico è incisivamente ed efficacemente intervenuto su altri fronti, non meno importanti per la tutela degli investitori: obblighi estesi di informazione societaria; obbligo di informazione delle partecipazioni rilevanti, ponendo la soglia (2 per cento) al livello più basso in Europa; disciplina assai stringente delle partecipazioni reciproche.

- Quali effetti hanno prodotto questi indubbi e notevoli miglioramenti della disciplina societaria? Certamente la qualità del mercato è migliorata, soprattutto grazie agli obblighi di informazione: anche, pur se certo non solo, a causa di ciò (e delle privatizzazioni), la capitalizzazione della borsa italiana in rapporto al prodotto interno è aumentata dal 18 per cento del 1995 al 45 del 1998 a oltre il 60 fra il 2000 e il 2001 e più rapidamente che nel resto d'Europa; il valore degli scambi si è più che decuplicato rispetto al 1995 e si è raddoppiato rispetto al 1998.

Una conseguenza più diretta, con riferimento alle questioni che ho considerato, risulta da un'analisi econometrica di una economista della Consob, di prossima pubblicazione. Si può ritenere che il *voting premium*, ossia il premio di quotazione delle azioni ordinarie rispetto a quelle senza diritto di voto (di risparmio) offra una misura dei benefici privati del controllo: ebbene, parrebbe che il Testo unico abbia consentito una riduzione di questo indicatore fra i 5 e i 14 punti percentuali.

Larga parte della storia contenuta nelle analisi teoriche e quantitative di cui ho prima riferito non trova tuttavia alcun immediato riscontro nell'esperienza italiana. Secondo quelle analisi, un potenziamento dei mezzi di protezione dell'investitore dovrebbe essere accompagnato, sia pure gradualmente, da un aumento del numero delle società che si quotano in borsa e da una riduzione della concentrazione della proprietà e del controllo. Il numero di società quotate alla borsa è aumentato di sole 18 unità fra il 1998 e il 2000 e resta fra i più bassi in Europa. Certo, in due anni 39 società si sono quotate al nuovo mercato; ma si è trattato in larga misura di uno sviluppo connesso alla moda della *new economy*, tant'è che il fenomeno si è arrestato lo

scorso anno. Per quanto riguarda la concentrazione, la quota di capitalizzazione delle società quotate in borsa nelle mani degli azionisti minori (con partecipazioni inferiori al 2%), che era fortemente aumentata nel 1997-98 grazie alle privatizzazioni, si è nuovamente ridotta negli anni successivi, tornando sotto il 50% (48,9% nel 2001); la quota del primo azionista, per contro, è risalita a oltre il 40%. La concentrazione è rimasta inalterata, e più elevata, nelle società di più antica quotazione; ma supera in media il 40% anche in quelle di quotazione più recente. Fra il 1998 e il 2000 il numero delle società controllate di diritto è aumentato da 128 a 141, quello delle controllate di fatto da 31 a 34, quello delle controllate da un patto di sindacato è rimasto invariato; su 237 società, solo 38 sono non controllate. Si manifestano maggiori cambiamenti nelle catene di controllo: si è notevolmente ridotto il numero di società quotate riferibili ai primi dieci gruppi privati; si è ridotta la “leva” fra proprietà e controllo, misurata dal rapporto fra capitale controllato e capitale posseduto (in termini di diritto di voto). Tuttavia, due recenti episodi configurano situazioni quasi estreme di separazione della proprietà dal controllo.

In definitiva, a quattro anni dall'introduzione di migliori presidi di tutela per gli azionisti di minoranza, non si ravvisano conseguenze sulla struttura proprietaria e di controllo delle società italiane, che resta a livelli di concentrazione fra i più elevati anche nell'Europa continentale.

- Questa constatazione pone problemi, ai quali non è agevole trovare risposte convincenti ma che comunque mettono in dubbio la robustezza di alcune proposizioni largamente accettate.

Ci si può chiedere anzitutto se i rimedi apprestati si siano rivelati efficaci ed efficienti. *Nei fatti*, la convocazione dell'assemblea ad opera delle minoranze è avvenuta una sola volta; i poteri di denuncia e di azione di responsabilità non sono mai stati esercitati; il voto per corrispondenza è previsto in pochi statuti ed è comunque in estinzione; mai è stata effettuata una sollecitazione delle deleghe. Se in quest'ultimo caso le nuove norme si sono rivelate inefficienti, a motivo della macchinosità delle procedure e se è vero che l'obbligo di deposito delle azioni rappresenta tuttora un ostacolo alla partecipazione all'assemblea, il mancato impiego degli altri mezzi di tutela non costituisce ragione sufficiente per un giudizio sommariamente negativo sui nuovi istituti: i maggiori mezzi di tutela dei diritti dell'azionista di minoranza possono avere effetto deterrente, talché dal mancato esercizio di essi non si può inferire un'inefficacia degli stessi.

D'altra parte, il ricorso ad alcuni mezzi di tutela assembleari e giudiziari, raro anche all'estero, è assai costoso per i piccoli azionisti, in termini economici e di tempo, soprattutto in Italia, a motivo dell'assai men che perfetto funzionamento del sistema giudiziario. Altrove sono gli investitori istituzionali quelli che esercitano un'azione incisiva, soprattutto in prevenzione. Fra questi, tuttavia, mancano in Italia i fondi pensione, i quali operano in un orizzonte temporale più lungo. Per quanto riguarda i fondi di investimento, la loro matrice proprietaria, quasi

esclusivamente bancaria, li rende più esitanti ad impegnarsi in una dialettica indipendente con le società, a motivo dell'intreccio dei rapporti di queste con le banche.

- Quest'ultima osservazione attira l'attenzione sull'ambiente entro il quale gli istituti giuridici si trovano ad operare. La preminenza delle banche nella gestione del risparmio, la cui separatezza dall'attività di *investment banking* difficilmente può essere sempre garantita da cosiddette e non certo impregnabili mura cinesi, e la difficoltà di giungere a una soluzione giudiziale delle controversie costituiscono in Italia due dati ambientali negativi. Desidero indicarne altri tre.

Il primo riguarda lo scarso affidamento che si può fare sui meccanismi di autoregolamentazione. Pochissime società hanno utilizzato l'autonomia statutaria consentita dal Testo unico per migliorare le previsioni normative a tutela degli azionisti. Il blando codice di autodisciplina sul governo societario elaborato due anni fa ha trovato applicazione ancora più blanda. Le associazioni dei gestori e degli analisti non sono ancora riuscite a elaborare un proprio codice. Il regolamento di quotazione della borsa è assai meno esigente di quello di altre borse estere (forse non sorprendentemente, considerata la struttura proprietaria della società di borsa). Palesemente, le esigenze di tutela dell'investitore sono ancora insufficientemente condivise da parte di importanti categorie di partecipanti al mercato. D'altra parte, la sostituzione di una regolamentazione pubblica all'autoregolamentazione non è sempre desiderabile; sovente è impossibile senza ulteriori interventi sulla legislazione primaria.

Il secondo dato negativo si rinviene nei condizionamenti proprietari a cui sono soggetti i mezzi d'informazione, la cui voce sui fatti e misfatti delle società è ben più flebile di quanto avvenga in altri sistemi, e in particolare nei sistemi anglosassoni. In conseguenza è minore l'informazione diffusa fra gli azionisti e la sanzione in termini di reputazione non trova canali adeguati per esprimersi.

Un terzo dato riguarda i controlli giurisdizionali, sempre più penetranti, a cui è sottoposto l'organo di vigilanza dei mercati, in seguito all'affermarsi di orientamenti giurisprudenziali che considerano impugnabili in sede amministrativa atti, come ad esempio pareri, comunicazioni o espressioni di orientamento, tradizionalmente non ritenuti tali perché non producono immediatamente effetti vincolanti sulla situazione dei destinatari. Non è in discussione la garanzia del controllo giurisdizionale su atti della pubblica amministrazione a tutela dei diritti e degli interessi legittimi. Tuttavia l'intervento giurisdizionale – e in sede diversa da quella civile - anche su espressioni di discrezionalità tecnica, prive di effetti immediati sulla situazione dei soggetti può dar luogo a incertezza e rivelarsi negativo per gli operatori e per il mercato.

- Quanto ho detto suggerisce due considerazioni: una di metodo e una di contenuto. La prima riguarda la possibile arbitrarietà di indagini quantitative che assumano un semplice indicatore legale come variabile esplicativa, trascurando il contesto in cui le norme devono trovare

applicazione: le norme possono essere introdotte con una legge approvata dal Parlamento; l'ambiente si evolve molto più lentamente e non cambia certo per decreto.

Ma, anche scontando l'influenza dell'ambiente accanto a quella dei mezzi legali, si deve forse concludere che il legame causale fra presidi di tutela dell'investitore e assetti proprietari è assai meno saldo, e comunque assai più complicato, di quanto si voglia da molti ritenere. Sarebbe forse più robusto in un esperimento concettuale, come quello compiuto in alcuni modelli, in cui tutti i sistemi partissero per così dire da zero e nelle medesime condizioni: in cui, in presenza di un diverso insieme di norme, ma essendo uguale tutto il resto (compresa la struttura industriale), si dovesse assumere la stessa decisione sull'assetto di controllo. Vale probabilmente assai meno quando sistemi diversi sono gravati dall'eredità di storie diverse: la *path dependance* in questo caso è potente e occorre molto tempo perché i suoi effetti siano compensati da quelli di altri fattori sopravvenienti.

- Deriva da ciò una conseguenza normativa quasi banale, ma non sempre ovvia: occorre perseguire la tutela dell'investitore come fine in sé, avendo riguardo ai condizionamenti che ad essa derivano dagli assetti proprietari esistenti, senza perseguire un assetto ideale come obiettivo.

In una situazione di proprietà e di controllo concentrati, come quella italiana, pare a me che il legislatore e il regolatore debbano attribuire massima importanza alla prevenzione dei conflitti di interesse nelle società quotate e alla loro sanzione quando essi si manifestano, poiché la probabilità di quei conflitti varia in ragione diretta con la concentrazione. Se ciò è vero, ne seguono alcuni corollari, che enuncio sommariamente.

E' inutile fare affidamento su istituti come quello degli amministratori "indipendenti", mutuati dai sistemi a proprietà diffusa (che comunque anche in quei sistemi si mostrano sovente poco efficaci): si tratterà comunque di soggetti nominati dal controllante, privi di incentivi a impegnarsi in un sero monitoraggio o, altrimenti, privi della competenza per farlo. Converrà piuttosto aggravare le responsabilità degli amministratori e, soprattutto, dei sindaci (o del loro equivalente se si consentono modelli alternativi, come fa la riforma del diritto societario).

Si deve intervenire sui regolamenti di quotazione per garantire agli azionisti una informazione puntuale e continua di tutte le transazioni rilevanti della società e in particolare di quelle con altre entità del controllante o del gruppo, e dunque in potenziale conflitto di interessi. Da questo punto di vista suscita qualche preoccupazione la disciplina dei gruppi, contenuta nella riforma del diritto societario, con cui si ammettono decisioni delle società controllate ispirate a una motivata valutazione degli interessi del gruppo: considerando le conseguenze che ne possono derivare per gli azionisti delle società controllate, è' auspicabile, nel caso di società quotate o, più in generale, di quelle che fanno appello al mercato dei capitali, che vengano introdotti rigorosi limiti alla nozione di interesse di gruppo.

Occorre applicare con rigore la nozione di controllo di fatto di cui all'art. 2368 del codice civile (disponibilità "di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria"), che è importante per assicurare la necessaria trasparenza informativa e contabile (come insegna anche il caso Enron), tenendo presente la realtà assembleare italiana. Come risulta da uno studio recente di tre economisti, in 122 assemblee societarie nell'anno 2000 il capitale rappresentato è stato in media il 62,6%, di cui il 54% riferibile all'azionista di controllo, il 7,6% a investitori istituzionali e ad azionisti con partecipazioni rilevanti, e solo poco più dell'1% agli azionisti minori. E' evidente che in una realtà siffatta non serve controllare la maggioranza del capitale per controllare l'assemblea e che, pertanto, la nozione di controllo di fatto deve essere valutata tenendo presente l'altissimo assenteismo dei soci minoritari.

Sono giunto al termine del mio itinerario: lungo e certamente tedioso. Diversamente da quanto si dovrebbe fare con corretto metodo scientifico, ho iniziato con delle generalità per giungere a considerazioni molto particolari su questioni di politica legislativa del nostro paese. Non saprei, dunque, trarre conclusioni, se non un auspicio banale. Quello di un lavoro comune su certi temi, fra giuristi ed economisti. E' un programma ovvio, ma poco e male praticato, perché richiede un reciproco sacrificio di mentalità e di atteggiamenti. Ma ne vale la pena.