

Importare la *Corporate Governance*?

Bernardo Bortolotti* e Domenico Siniscalco§

1. Introduzione

Il tema *corporate governance* è oggi molto rilevante per il nostro paese per almeno due motivi: in primo luogo, i nostri mercati finanziari, che si sono molto sviluppati nell'arco degli ultimi dieci anni, stanno esprimendo una forte domanda di *governance* all'interno delle imprese quotate; in secondo luogo, la *corporate governance* è fondamentale per le società privatizzate, che sono state uno degli elementi chiave dello sviluppo, e che stanno vivendo una difficile fase di transizione dallo Stato al mercato.

Non è questa la sede per discettare sulle possibili definizioni di *corporate governance*. A noi basta dire che per “corporate governance” intendiamo quel complesso insieme di meccanismi istituzionali e di mercato che consente a chi offre capitale di ottenere un rendimento dal proprio investimento. Rimandiamo alle rassegne di Shleifer e Vishny (1997) e Tirole (2001) il lettore che voglia approfondire il tema.

In questo lavoro, ci concentriamo soprattutto sulla tutela legale delle minoranze azionarie come obiettivo qualificante della *governance* delle imprese. La legge e la sua applicazione limitano i rischi di abusi da parte degli azionisti di controllo a scapito degli azionisti di minoranza. (Si noti che i piccoli azionisti non sono “vecchiette”, ma azionisti non di controllo, quali ad esempio il Tesoro in Telecom Italia o gli investitori istituzionali.) Se la legge offre una buona protezione ai piccoli azionisti, teoricamente si innesca un circolo virtuoso che facilita il finanziamento attraverso il capitale di rischio, e la creazione di valore per l'azionista. Può sembrare banale, ma è questo uno dei meccanismi alla base dello sviluppo dei mercati finanziari, e della crescita delle imprese, altrimenti forzate a fare ricorso a risorse interne e/o al credito bancario. E' per questo che la tutela degli azionisti di minoranza – e quindi la *corporate governance* - è un problema di efficienza, non di equità. Essi vanno tutelati non perché lo Stato deve garantire pari diritti alle diverse categorie di azionisti, ma perché la loro tutela è rilevante per lo sviluppo armonico del mercato finanziario, elemento di efficienza e di crescita del sistema economico nel suo complesso.

* Università di Torino e FEEM

§ Ministero del Tesoro, CESifo, e FEEM

2. Misurare la tutela legale delle minoranze

Un gruppo di economisti che lavorano negli Stati Uniti (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, di qui in avanti LLSV) si sono cimentati in un esercizio difficile: la costruzione di indicatori che misurano il livello di protezione legale offerta agli azionisti di minoranza in 49 paesi sviluppati ed in via di sviluppo.

Gli indicatori misurano la presenza nei codici commerciali dei paesi dei seguenti istituti: (i) voto di lista, (ii) voto per corrispondenza, (iii) azione di responsabilità, (iv) assenza del deposito obbligatorio delle azioni prima dell'assemblea generale, (v) limite pari a o inferiore al 10% del capitale sociale per la convocazione dell'assemblea straordinaria, e (vi) diritti di opzione sulle nuove emissioni. L'indice varia dunque da 1 a 6: più alto è l'indice, maggiore è la protezione legale degli azionisti di minoranza.

Molti giuristi rabbriviscono alla lettura della prima colonna della Tabella 1. Il sistema LLSV viene giudicato spesso grezzo e semplicistico, in quanto si basa soltanto su alcuni istituti tralasciandone altri. Inoltre, propone un confronto fra istituti appartenenti a tradizioni giuridiche diverse, senza i fini distinguo degli studiosi di diritto comparato.

Nella sua semplicità, la variabile LLSV produce però alcuni risultati interessanti. Primo, gli ordinamenti di *common law* offrono una migliore tutela delle minoranze rispetto a quelli di *civil law* francese, sia in termini di istituti giuridici, che in termini di applicazione della legge. Gli ordinamenti di *civil law* tedeschi e scandinavi si trovano in una posizione intermedia. Secondo, una migliore tutela delle minoranze è associata a modelli di capitalismo più evoluti. Il secondo risultato è particolarmente interessante, e merita un approfondimento.

Nella Tabella 1, si osserva che i paesi basati sugli ordinamenti di *common law*, nei quali le minoranze azionarie sono meglio tutelate, sono caratterizzati da: (i) minore concentrazione della proprietà azionaria; (ii) mercati finanziari più sviluppati; (iii) processi di privatizzazioni più ampi.

Vediamo i dati in maggior dettaglio. La concentrazione proprietaria è misurata dalla media delle partecipazioni dei tre maggiori azionisti nelle 10 maggiori società quotate. Nei paesi *common law*, i maggiori azionisti controllano in media il 38 per cento del capitale (in USA solo il 20 per cento);

nei paesi di *civil law* francese, essi controllano più della maggioranza del capitale. Sempre nei paesi di *common law*, vi è un numero medio molto elevato di quotate (più di 1500 rispetto alla *media civil law* francese di 271), un'elevata capitalizzazione (quasi $\frac{3}{4}$ del PIL), e una maggiore liquidità del mercato finanziario. Infine, nel contesto *common law* si osservano un numero più elevato di società privatizzate, e una maggiore disponibilità dello Stato a cedere partecipazioni significative.

A ben vedere, questi tre aspetti del sistema finanziario rappresentano tre facce della stessa medaglia. Dove esistono grandi *public companies*, cioè società a capitale diffuso, i mercati sono anche sviluppati perché una grande quota di capitale è flottante sul mercato; viceversa, dove la proprietà è molto concentrata nelle mani di poche grandi famiglie e/o dello Stato, i mercati sono piccoli e poco liquidi.

Che esistano nel mondo diversi modelli di capitalismo era già noto da tempo. Meno nota era però la correlazione fra questi modelli e le tradizioni legali. LLSV fanno però un ulteriore passo in avanti, interpretando questa correlazione come un nesso di causalità: nella loro visione, la tutela delle minoranze azionarie *determina* lo sviluppo dei mercati. Il loro argomento è semplice: se gli azionisti di minoranza sono protetti dalla legge, il risparmio affluisce più facilmente alle imprese attraverso il mercato del capitale di rischio. Se invece non sono protetti, essi rischiano di essere danneggiati dagli azionisti di controllo, e di conseguenza il capitale degli azionisti di minoranza si rivolge ad altri impieghi. Questo semplice meccanismo spiega perché in contesti a bassa tutela delle minoranze il costo del capitale sia più alto, e quindi più ridotte le possibilità di crescita per le imprese.

In conclusione, secondo LLSV, se si vogliono avere mercati sviluppati, meno Stato nell'economia, insomma, forme di capitalismo più evolute, occorre avere dei buoni istituti di *corporate governance*, ed in particolare, una migliore tutela delle minoranze azionarie.

3. Importare la *corporate governance*

Sembra essere un dato di fatto che la "qualità" della *governance* vari da paese a paese. E' quindi naturale chiedersi se i paesi con problemi di *governance* all'interno dei confini nazionali possano evolversi importando le regole e i comportamenti, oppure se vi inerzia o *path dependence*, cioè se i sentieri di sviluppo del nostro capitalismo siano già segnati dalla storia passata.

L'esame di questa possibilità rappresenta il punto centrale di questo lavoro. Ci limitiamo ad esaminare, in modo approssimativo e incompleto, l'efficacia di due modalità di importazione della *corporate governance*: (i) la quotazione in borsa sui mercati nazionale ed internazionali (*cross-listing*); (ii) il trapianto legale, ossia l'introduzione di istituti giuridici stranieri nel ordinamento nazionale. Le modalità di importazione che consideriamo riguardano principalmente le società quotate. Non ci soffermiamo in questa sede sull'analisi della *governance* delle piccole e medie imprese, che hanno problemi specifici.

Analizziamo dunque la prima modalità, chiedendoci quali effetti può avere il *cross-listing* sulla *corporate governance*. Le borse internazionali sono molto diverse in termini di criteri di ammissione agli scambi, e di informativa richiesta agli emittenti. Per fare un esempio tratto dalla cronaca recente, nel corso dell'acquisizione di Olivetti, Pirelli è stata costretta a pubblicare interamente sul sito della *Security Exchange Commission* (SEC), i patti parasociali di Telecom Italia - società quotata sia a Milano che al New York Stock Exchange (NYSE). In Italia, la CONSOB la ha obbligata a pubblicarne solo una parte. Molto diversa risulta anche la pressione istituzionale esercitata dalle commissioni di controllo, e la loro efficacia nel perseguimento delle attività illecite di *insider trading*, come dimostrato recentemente da Bhattacharya e Daouk (2001).

Se una società è quotata anche in una borsa estera (più evoluta di quella nazionale, quale ad esempio il NYSE), i propri azionisti sono meglio tutelati, soprattutto quando le imprese sono tenute ad informare il mercato in modo esauriente e dettagliato sulle proprie attività. Le imprese di paesi che tutelano poco e male gli azionisti – se quotate al NYSE - possono ottenere alcuni dei benefici dell'apparato istituzionale di tutela degli azionisti USA. Nel caso specifico, le imprese straniere sono tenute a compilare gli stessi *filings* delle imprese americane, e sono anche soggette alle stesse leggi e regolamenti. Di conseguenza, i manager adottano – almeno formalmente - migliori standard di *governance*, *indipendentemente dal paese in cui la società ha sede legale*. L'aspetto più importante è che gli effetti positivi di questi comportamenti vanno a vantaggio di tutti gli azionisti, sia nazionali che esteri.

In questo senso, si può parlare di importazione di un migliore modello di *governance*: attraverso il *cross-listing*, il management di una società “si lega le mani”, cioè formula un impegno vincolante con i propri azionisti a massimizzare il valore dell'impresa. L'impegno è credibile per due ragioni: la quotazione multipla è costosa in termini di costi di transazione (commissioni e advising fees, conversione dei bilanci secondo i Generally Accepted Accounting Principles (GAAP), etc.), ma

anche in termini di *enforcement*: un'eventuale esclusione dal listino a causa di comportamenti scorretti rappresenterebbe una sanzione di mercato dai costi esorbitanti.

Veniamo ora al secondo sistema di importazione, che chiamiamo *trapianto legale*: si scelgono un insieme di istituti propri di un determinato ordinamento, nel nostro caso anglosassone, e li si importa attraverso un processo di riforma legislativa all'interno di una tradizione legale diversa.

Nel contesto italiano, un caso recente di trapianto legale è rappresentato dalla riforma Draghi. Il nuovo Testo unico delle disposizioni in materia finanziaria pubblicato il 24/2/1998 ha introdotto molte innovazioni, indebolendo fortemente i patti di sindacato, facilitando le scalate e dunque la contendibilità del controllo attraverso una nuova disciplina dell'Opa, mutuata dal modello inglese.

La riforma ha poi importato dai modelli più avanzati di *common law* alcuni istituti relativi alla tutela delle minoranze azionarie. Le nuove regole prevedono che minoranze qualificate possano adire le vie legali nei confronti degli amministratori per ottenere il risarcimento di eventuali danni patrimoniali. Questa norma ricorda il *derivative suit* americano, un potente strumento che gli azionisti di minoranza spesso utilizzano per colpire comportamenti scorretti degli amministratori. Si ammette poi che l'atto costitutivo possa prevedere che il voto in assemblea venga esercitato anche per corrispondenza. Viene anche abbassata dal 20 al 10 per cento del capitale sociale la soglia prevista dal codice civile per la convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza.

Dopo il trapianto, l'indice LLSV italiano sale da 1 a 4, superando il valore medio *civil law* francese (2.73) e avvicinandosi ai valori dei paesi più evoluti quali gli Stati Uniti e la Gran Bretagna (vedi Tabella 1). Nelle intenzioni, la riforma, insieme alle condizioni macroeconomiche di contorno, doveva favorire il tanto atteso decollo dei mercati dei capitali del nostro paese, rendere più fluida la struttura della proprietà, e infine contribuire a migliorare il processo di privatizzazione in corso. Come in tutti i trapianti, però, il rischio era quello del rigetto.

Nella prossima sezione, cercheremo di valutare queste due opzioni, cercando qualche riscontro empirico sull'efficacia del cross-listing e del trapianto legale sul miglioramento della *corporate governance* delle imprese.

4. Cross-listing e performance delle privatizzate

In teoria, il *cross-listing* migliora la governance; ergo, le imprese che scelgono di quotarsi su più mercati dovrebbero valere di più, in quanto una migliore *governance* dovrebbe riflettersi sui corsi di borsa. In questa sezione, cerchiamo di verificare empiricamente questa ipotesi.

L'analisi viene condotta nel contesto delle società privatizzate, che come si diceva, sono particolarmente importanti nel contesto italiano, e che soprattutto stanno ora cercando di mettere a punto le loro strutture di governance. Per un'analisi al di fuori del contesto specifico delle privatizzate, rimandiamo Craig, Karolyi e Stulz (2001).

I dati si riferiscono alle privatizzazioni nei paesi OCSE nel periodo 1977-2000 e provengono da IFR-Thomson Financial, una delle fonti più complete ed accreditate. Prima di entrare nel dettaglio dell'analisi empirica, diamo un sguardo d'insieme al fenomeno del *cross-listing* nell'ambito delle società privatizzate, analizzando la Tabella 2.

Le 244 società pubbliche che sono state privatizzate nei paesi OCSE nel periodo di riferimento (1977-2000) sono state classificate in due gruppi: le europee (EU 15), e extra-europee. Le prime rappresentano quasi tre quarti del totale OCSE, dato indicativo della rilevanza del fenomeno delle privatizzazioni in Europa.

Le intestazioni delle colonne della Tabella 2 indicano i mercati di borsa in cui le società sono quotate. Naturalmente, la somma dei numeri per righe non corrisponde al totale delle società privatizzate, dal momento che le società sono spesso quotate anche su più di un mercato estero. La stragrande maggioranza delle società europee sono quotate *solo* nei propri mercati nazionali, e che la quotazione multipla all'interno dell'Europa (cioè privatizzate europee che sono quotate anche su altro mercato europeo) è un fenomeno che riguarda un numero piuttosto limitato 26 imprese. Non sembra dunque esserci un sostanziale valore aggiunto derivante da un *cross-listing* in Europa, fatto che dovrebbe fare riflettere Bruxelles. Nella maggioranza dei casi, quando le imprese scelgono un *cross-listing*, scelgono gli USA come mercato di destinazione. Ciò accade infatti per ben 60 società privatizzate.

Sul lato istituzionale, la realtà americana è particolarmente interessante. Esistono diverse modalità di quotazione che differiscono in termini di adempimenti richiesti. In prima approssimazione, le

imprese possono scegliere di quotarsi sui mercati USA a due livelli: ad un primo livello, l’informativa richiesta dalla SEC è minima, dato che i titoli vengono scambiati soltanto all’interno di determinati mercati in cui operano solo grandi investitori istituzionali (ad esempio, il circuito PORTAL per i titoli registrati in ottemperanza della nota Rule 144a, e il circuito Over the Counter (OTC)). Ad un secondo livello, il titolo viene scambiato pubblicamente nei mercati principali (il NYSE e il NASDAQ). Per avere accesso a questi grandi mercati, la società straniera è tenuta a tutti gli adempimenti e regolamenti SEC, senza alcuno sconto. A questo secondo livello – chiaramente più prestigioso - la società può dirsi pienamente equiparata a una qualunque quotata americana.

Veniamo ora al punto principale: il cross-listing contribuisce alla performance finanziaria di lungo periodo delle società privatizzate? Più in particolare, esiste un differenziale fra il rendimento di un portafoglio costituito da azioni di privatizzate quotate anche in mercati esteri e un portafoglio costituito invece di privatizzate quotate soltanto nei mercati nazionali?

Per rispondere correttamente a questa domanda, dobbiamo esprimere una valutazione relativa. Abbiamo quindi scelto di metterci nei panni dell’investitore locale, confrontando la performance delle privatizzate con quella di un indice nazionale, che utilizziamo come *benchmark*. L’indice scelto per tutti i paesi OCSE è il Datastream Index, che è disponibile per tutti i 22 paesi del campione, e che è altamente rappresentativo della capitalizzazione complessiva del mercato. La metodologia che seguiamo per ottenere il cosiddetto “cumulative abnormal return” (CAR) nell’arco dei tre anni (36 mesi) successivi all’Offerta Pubblica Iniziale (IPO) è quella proposta da Ritter (1991), largamente utilizzata in finanza.

Il dato di partenza sono i rendimenti mensili R_{it} di un’azione i (per t che va da 1 a 36):

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}}$$

Per ogni società, si calcolano poi i rendimenti mensili in eccesso (*abnormal return*, AR) rispetto all’indice del mercato nazionale.

$$AR_{it} = R_{it} - R(Index)_{it}$$

Si costruiscono poi i portafogli di interesse (nel nostro caso costituiti dalle società *cross-listed* versus non *cross-listed*) e si calcolano le medie degli AR nei vari mesi. Ad esempio, il rendimento in eccesso medio per il primo mese di quotazione è dato semplicemente dalla media degli AR del

primo mese di tutte le imprese che costituiscono il portafoglio. In formule,

$$\overline{AR}_t = \frac{\sum_{i=1}^n AR_{it}}{n}, t = 1, \dots, 36$$

L'ultimo passo è la costruzione della rendimento cumulato (CAR), dato semplicemente dalla somma delle medie mensili degli AR. Ad esempio, il rendimento in eccesso cumulato del primo anno è dato dalla somma dei rendimenti in eccesso medi dei primi 12 mesi. In generale,

$$CAR = \sum_{t=1}^T \overline{AR}_t, T = 1, \dots, 36$$

In Tabella 3, riportiamo i risultati della nostra analisi empirica, presentando i valori del CAR di tutto il campione delle nostre IPO (colonna 1) e di sotto-campioni costituiti da titoli di società quotate soltanto nel mercati nazionale, cross-listed in uno o più generico mercato estero, cross-listed al NYSE, infine cross-listed sul mercati USA poco regolamentati (colonne 2, 3, 4, 5, rispettivamente).

La tabella mostra alcuni fatti interessanti. In media, le privatizzate hanno mostrato una buona performance di lungo periodo, avendo ottenuto nei tre anni successivi all'IPO un rendimento di 15 punti percentuali in eccesso rispetto all'indice nazionale. Il dato è interessante soprattutto se confrontato – con le dovute cautele - con l'evidenza disponibile sulle IPO delle società private, che tendono ad avere una performance decisamente inferiore, o addirittura CAR di lungo periodo negativi (vedi Jenkinson and Ljungqvist, 2001). Sottoscrivere azioni di società privatizzate all'IPO sembra dunque essere in assoluto un buon investimento.

Un secondo elemento di riflessione emerge dal confronto fra il CAR delle privatizzate collocate solo nel mercato nazionale o genericamente *cross-listed*. Non sembra emergere alcun effetto positivo in questo caso dalla quotazione multipla. In Figura 1, si vede che le due serie del CAR tendono a sovrapporsi fino al 27 mese, per poi divergere. Se si considera l'arco temporale dei tre anni, le società quotate solo nel mercato domestico hanno un rendimento in eccesso quasi pari al 20 per cento, mentre le cross-listed hanno un rendimento dell'8 per cento che però non risulta statisticamente diverso da zero. Nel contesto delle privatizzate, la quotazione multipla su un generico mercato straniero non sembra aiutare le imprese a creare valore per l'azionista.

Osserviamo ora la performance delle società che invece puntano ai mercati più liquidi e meglio regolamentati, quali quelli NYSE ed il NASDAQ. Come si sottolineava in precedenza, un *exchange listing* negli USA è di certo il modello più prestigioso di quotazione, ma anche il più costoso in termini di adempimenti SEC. A fronte dei costi, la performance finanziaria delle privatizzate al NYSE è però sistematicamente superiore a quella delle società quotate solo nei mercati domestici. Anche se i rendimenti a tre anni sono in entrambi i casi vicini al 20 per cento, il portafoglio delle *cross-listed* al NYSE mostra una performance superiore – e statisticamente significativa – su tutti i mesi di riferimento, con un differenziale medio pari a circa l'8 per cento.

Infine, è interessante notare che la performance dei collocamenti privati (PORTAL) e delle emissioni sul circuito OTC risulta particolarmente deludente. I CAR non sono mai statisticamente diversi da zero.

La lezione che possiamo trarre da questo semplice esercizio è importante; *il cross-listing* non sembra essere di per sé una condizione sufficiente per importare una *governance* migliore e generare valore per l'azionista. Nell'ambito delle privatizzate, gli effetti positivi del *cross-listing* sembrano emergere solo quando i Governi compiono la scelta difficile di assoggettare il management alla disciplina di dei grandi mercati americani, i più evoluti sia sul piano della liquidità che della regolamentazione.

5. Trapianti legali: il caso della riforma Draghi

In questa parte, ci concentriamo sugli effetti economici di un tentativo ambizioso di trapianto legale, cioè quello avvenuto attraverso la riforma Draghi. Come si è già detto, la riforma è stata molto innovativa soprattutto nell'ambito della tutela delle minoranze azionarie, importando nell'ordinamento italiano diversi istituti giuridici di *common law*. L'incisività della riforma emerge anche chiaramente dall'indice LLSV, che come si vede in Tabella 1, dopo la riforma è passato da 1 a 4.

La teoria predice che ad una migliore tutela degli azionisti di minoranza è associata una migliore governance delle imprese. Essa – a sua volta – facilita lo sviluppo del mercato finanziario e le privatizzazioni. Cerchiamo qualche riscontro di questa teoria nel contesto italiano utilizzando i dati di capitalizzazione di borsa.

In Figura 2, riportiamo le serie della capitalizzazione complessiva della borsa italiana (CAP) e della capitalizzazione delle società privatizzate (CAPPRIV) nel periodo 1/1/1985-31/8/01, segnando sull'asse del tempo la data di approvazione del decreto Draghi (24/2/1998). La capitalizzazione in livello assoluto è cresciuta notevolmente a seguito della riforma. E' anche aumentata sensibilmente la quota di capitalizzazione delle privatizzate, che oggi rappresentano quasi il 40 per cento. Il punto più importante è però verificare se i mercati si sono sviluppati di un ordine di grandezza in qualche modo comparabile a quanto predetto dai modelli LLSV.

LLSV (1997) hanno stimato empiricamente una equazione che lega la protezione degli azionisti allo sviluppo dei mercati, tenendo conto di molti altri fattori (PIL, tassi di crescita, etc.). Utilizzando il coefficiente di regressione, è quindi possibile fare quello che gli economisti chiamano un esercizio di *statica comparata*: aumentare il valore di una variabile, e stimare l'impatto di quella variazione sulla variabile dipendente. L'equazione prevede che un aumento di 3 punti della variabile LLSV – come è successo per la riforma Draghi – generi un aumento della capitalizzazione di borsa (in rapporto al PIL) del 33% a regime. La realtà italiana ha smentito in parte queste previsioni: nel periodo di riferimento, il rapporto capitalizzazione su PIL è cresciuto soltanto del 13%.

Sul lato delle privatizzazioni, i dati sulla capitalizzazione rischiano di essere fuorvianti sulla reale entità del processo. Per definizione, la capitalizzazione di borsa è data dal prezzo di mercato dell'intero capitale, anche se lo Stato ha effettivamente ceduto solo una piccola partecipazione. Per valutare più precisamente l'impatto che le privatizzazioni hanno avuto sui mercati finanziari, è fondamentale analizzare invece i dati relativi al *flottante*, ossia il controvalore delle azioni effettivamente scambiate sul mercato (FLOTPRIV). La differenza fra capitalizzazione e flottante fornisce una prima misura del valore economico delle partecipazioni residue dello Stato e degli azionisti di controllo nelle società privatizzate. (vedi Figura 2) I dati mostrano, certamente in maniera molto grezza, che oggi lo Stato è ancora un azionista molto influente all'interno delle privatizzate, e che il processo di privatizzazione è stato importante quantitativamente, ma parziale: solo il 50 per cento della capitalizzazione complessiva delle privatizzate è scambiato in borsa.

Questi riscontri sono certamente molto grezzi e preliminari. Nella loro semplicità, essi testimoniano però la grande difficoltà dei trapianti legali. La riforma ha contribuito allo sviluppo dei mercati e alle privatizzazioni, ma la discrepanza fra i gli esiti previsti e gli effetti realizzati dà il senso della resistenza del sistema, e dei rischi di rigetto.

6. Un tentativo di sintesi e alcune prospettive

Cerchiamo ora di interpretare i risultati ottenuti all'interno di un quadro di insieme. Da un lato abbiamo dimostrato che il *cross-listing* in generale non sembra avere effetti rilevanti sulla *governance* e quindi sul valore delle quotate, a meno che il mercato di destinazione non sia il NYSE, sicuramente la borsa più evoluta del mondo, ma anche un circolo esclusivo riservato alle principali società internazionali. Dall'altro, i trapianti legali attraverso riforme legislative – quali la Draghi – hanno sì migliorato sulla carta la tutela delle minoranze azionarie, ma non hanno prodotto i risultati sperati. Combinando questi due fatti, abbiamo indizi significativi che la storia abbia un peso, o – in altre parole – che vi sia inerzia e *path dependence* nei sistemi di *corporate governance* del capitalismo italiano.

Dobbiamo quindi buttare a mare certi tentativi riformisti e abbandonarci alla deriva mediterranea che connoterebbe il nostro sistema di *governance*?

La nostra risposta è senz'altro negativa. Riteniamo però che per impostare correttamente la *policy* su temi così delicati, bisogna capire perché i meccanismi di importazione della *governance* non hanno funzionato, e soprattutto valutare se questi sarebbero stati veramente efficaci nel contesto italiano.

Un primo aspetto ovvio – e già ampiamente trattato sia da Barca che da Montalenti – riguarda l'applicazione delle norme. Ad una maggiore tutela delle minoranze azionarie sul piano degli istituti giuridici non è corrisposta, in Italia, una maggiore efficienza dell'amministrazione della giustizia. E' chiaro che anche il miglior diritto scritto sui codici non ha alcun effetto se non viene di fatto applicato. La lentezza dei processi, la difficoltà delle autorità giudiziarie ad affrontare i casi di diritto societario e di *insider trading*, sono tutti elementi che ostacolano l'effettiva protezione legale degli azionisti di minoranza.

Un secondo aspetto forse meno ovvio è che, nel ragionare sulle riforme per migliorare la *governance*, bisogna valutare le nostre condizioni di partenza. Come hanno dimostrato gli studi della Banca d'Italia, l'Italia è caratterizzata da un sistema di proprietà fondato su famiglia e Stato, sostanzialmente alieno al mercato. Le famiglie, se l'azienda è piccola o media, hanno un controllo diretto e difficilmente passano per la Borsa; se l'azienda è di grandi dimensioni, presenta forme di controllo basate su gruppi piramidali, sui sindacati di voto, ecc. e di nuovo risultano scarsamente

contendibili anche se sono quotate. Il paradigma di Mark Roe (1997) dei *manager* forti e azionisti deboli, appropriato per le *public companies* americane, è quindi surreale in Italia. Ciò che è reale è invece il rapporto problematico fra azionisti di controllo e azionisti di minoranza. Con le privatizzazioni, si è cercato di modificare l'assetto prevalente. Ma le *public companies* non sono emerse, e gli assetti concentrati si sono replicati anche nelle privatizzate, con Stato e famiglie ancora saldamente al comando.

E' quindi un errore disegnare un modello cartesiano di *governance* basato tutto sulla tutela degli azionisti di minoranza, quando questi non esistono nella realtà italiana. Veniamo in chiusura ad affrontare brevemente il nodo principale della questione, cioè quale azione di *policy* impostare per far emergere e rendere sostenibile la figura dell'azionista di minoranza.

Nei sistemi capitalistici più evoluti, l'azionista di minoranza tipicamente è un istituto finanziario, quale un fondo di investimento o un fondo pensione. I fondi giocano un ruolo fondamentale nell'allocazione del risparmio alle imprese, svolgendo contestualmente un ruolo importante nella *governance* delle imprese. In particolare, un fondo indipendente come il California Public Employees' Retirement System (CalPERS), o il TIAA-CREF (il fondo pensione del settore dell'istruzione e della ricerca) investe con una prospettiva di lungo periodo, ed ha quindi gli incentivi appropriati per controllare l'operato del management delle imprese in portafoglio. Fondi di questo tipo non esistono ancora in Italia, e crediamo si dovrebbero impostare interventi di politica economica per favorirne lo sviluppo, contribuendo così a risolvere anche problemi di previdenza integrativa.

Infine, crediamo che un'azione di riforma profonda non possa prescindere dal fatto che inerzia e *path dependence* pervadono il nostro capitalismo. Crediamo sia molto difficile – e pericoloso - replicare *in toto* un modello di *governance* di tipo anglosassone, dal momento che questo non è impresso nel nostro DNA. Quello che andrebbe fatto è una Italia è un processo graduale di riforma che parta dal basso, con modifiche incrementalmente su certi aspetti più critici, quali ad esempio l'applicazione delle norme, la diffusione capillare della cultura dell'investimento azionario, e la promozione di forme di autoregolamentazione attraverso i *board* e degli organismi di disciplina interna. E' una sfida difficile, ma crediamo che solo modificando i comportamenti possa davvero migliorare la *governance* delle imprese.

Riferimenti bibliografici

- Bhattacharya, U. and H. Daouk, (2001) The world price of insider trading, *Journal of Finance*, (di prossima pubblicazione).
- Craig, D., G.A. Karolyi, e R. Stulz (2001) Why are foreign firms listed in the US worth more?, *NBER Working Paper 8538*.
- Shleifer A., e R. Vishny (1997) A survey of corporate governance, *Journal of Finance*, 52, 737-778.
- Jenkinson, T. e A. Ljungqvist (2001) *Going public*, Oxford University Press.
- Ritter, J. (1991) The long run performance of initial public offerings, *Journal of Finance*, 46, 3-27.
- La Porta R. et al (LLSV) (1997) Legal determinants of external finance, *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- Roe, M. (1997) *Manager forti, azionisti deboli*, il Sole 24 Ore edizioni.
- Tirole, J. (2001) Corporate governance, *Econometrica*, (di prossima pubblicazione).

Tabella 1. Tutela delle minoranze, mercati finanziari, e privatizzazioni nel mondo

Paesi e tradiz. giuridica	Protezione azionisti (LLSV)	Stato di diritto	Concentraz. proprietaria	Società quotate	Capitalizzaz. PIL	Società privatizzate	% media cap. privatizzato
Common Law							
Australia	4	9.26	0.28	1184	0.54	34	0.89
Canada	5	9.63	0.4	1118	0.48	44	0.67
Nuova Zelanda	4	10.00	0.48	226	0.39	24	0.90
Singapore	4	9.11	0.49	147	1.04	10	0.28
Sud Africa	5	7.46	0.52	700	1.54	3	0.79
Thailandia	2	4.22	0.47	210	0.36	7	0.26
Regno Unito	5	9.55	0.19	1932	0.92	148	0.96
USA	5	9.32	0.2	7087	0.64	2	1
Media	4.25	8.57	0.38	1576	0.74	34	0.72
Civil law francese							
Argentina	4	6.01	0.53	187	0.06	50	0.55
Belgio	0	9.16	0.54	182	0.36	9	0.51
Brasile	3	6.04	0.57	579	0.11	41	0.72
Cile	5	6.28	0.45	225	0.52	8	0.31
Colombia	3	6.13	0.63	87	0.07	3	0.67
Francia	3	8.53	0.34	641	0.27	38	0.50
Grecia	2	7.14	0.67	126	0.12	18	0.65
Italia	1->4	6.44	0.58	248	0.16	44	0.51
Messico	1	5.39	0.64	193	0.22	32	0.60
Paesi Bassi	2	10	0.39	239	0.49	16	0.60
Portogallo	3	6.44	0.52	162	0.16	48	0.70
Spagna	4	6.82	0.51	383	0.25	17	0.38
Media	2.73	7.03	0.53	271	0.23	27	0.56
Civil Law tedesca e scandinava							
Austria	2	9.04	0.58	90	0.1	28	0.54
Germania	1	8.97	0.48	551	0.24	37	0.68
Giappone	4	9.26	0.18	2027	1.08	9	0.55
Svizzera	2	10	0.41	176	0.77	0	.
Danimarca	2	10	0.45	267	0.28	6	0.53
Finlandia	3	10	0.37	62	0.19	17	0.56
Norvegia	4	10	0.36	126	0.19	8	0.53
Svezia	3	10	0.28	133	0.46	9	0.62
Media	2.63	9.66	0.39	429	0.41	14	0.57

Tabella 2. La “geografia” del cross-listing delle privatizzate (OCSE)

	Solo mercato nazionale	EU	NYSE	PORTAL (Rule 144)	TOKYO	Totale
EU	114	26	37	23	4	179
Non EU	39	9	12	8	0	65

Fonte: IFR-Thomson Financial, Privatisation International

Tabella 3. Rendimenti post IPO delle società privatizzate

Questa tabella riporta i rendimenti in eccesso cumulati (CAR) espressi in valuta locale delle società privatizzate nei paesi OCSE nel periodo 1985-2000. L'indice di riferimento nazionale è il Datastream Index. *, **, e *** indicano una significatività statistica del 10, 5, e 1 per cento, rispettivamente.

Mese	Tutte le IPO (1)	Nazionali (2)	Cross-Listed (3)	NYSE (4)	PORTAL (5)
1	0.0536***	0.0500***	0.0593**	0.0927*	0.0646
2	0.7132***	0.0730***	0.0686**	0.1063**	0.0517
3	0.0815***	0.0763***	0.0898***	0.1244**	0.0696
4	0.0869***	0.0757***	0.1049***	0.1386***	0.0726
5	0.0909***	0.0864***	0.0981***	0.1481***	0.0529
6	0.0897***	0.0903***	0.0887***	0.1569***	0.0423
7	0.0934***	0.0914***	0.0964***	0.1626***	0.0528
8	0.0937***	0.0951***	0.0915**	0.1804***	0.0313
9	0.0962***	0.0992***	0.0911**	0.1887***	0.0288
10	0.0834***	0.0828**	0.0843*	0.1837***	0.0226
11	0.0776**	0.0833**	0.0684	0.1703**	0.0044
12	0.0889***	0.0941**	0.0806*	0.1698***	0.0225
13	0.0909***	0.0906*	0.0915**	0.1837***	0.0313
14	0.0966***	0.0987**	0.0932*	0.1911***	0.0079
15	0.1047***	0.1042**	0.1055**	0.2063***	0.0413
16	0.1222***	0.1114**	0.1400**	0.2317***	0.0619
17	0.1170***	0.1097**	0.1289**	0.2243***	0.0648
18	0.1219***	0.1166**	0.1305**	0.2228***	0.0634
19	0.1136***	0.1068*	0.1247**	0.2153***	0.0461
20	0.1169***	0.1159**	0.1189*	0.2078***	0.0371
21	0.1293***	0.1399**	0.1119*	0.2047***	0.0257
22	0.1295***	0.1349**	0.1205*	0.2188***	0.0146
23	0.1321***	0.1369**	0.1245*	0.2357***	0.0043
24	0.1372***	0.1420**	0.1293*	0.2433***	0.0007
25	0.1388***	0.1458**	0.1272*	0.2417***	-0.0023
26	0.1458***	0.1500**	0.1391*	0.2396***	0.0073
27	0.1454***	0.1429**	0.1495**	0.24440**	0.0325
28	0.1425***	0.1448**	0.1387*	0.2377**	0.0152
29	0.1575***	0.1537**	0.1637**	0.2761***	0.0574
30	0.1646***	0.1717***	0.1530**	0.2681***	0.0428
31	0.1644***	0.1708***	0.1538**	0.2671**	0.0444
32	0.1591***	0.1732***	0.1359*	0.2592**	0.0098
33	0.1392***	0.1551**	0.1134	0.2488**	-0.0311
34	0.1366***	0.1626***	0.0942	0.2235**	-0.0572
35	0.1462***	0.1776***	0.0949	0.2130**	-0.0523
36	0.1543***	0.1966***	0.0854	0.2038**	-0.0722
#	134	83	51	27	23

Figura 1. Rendimenti Post-IPO delle società privatizzate nei paesi OCSE(1985-2000)

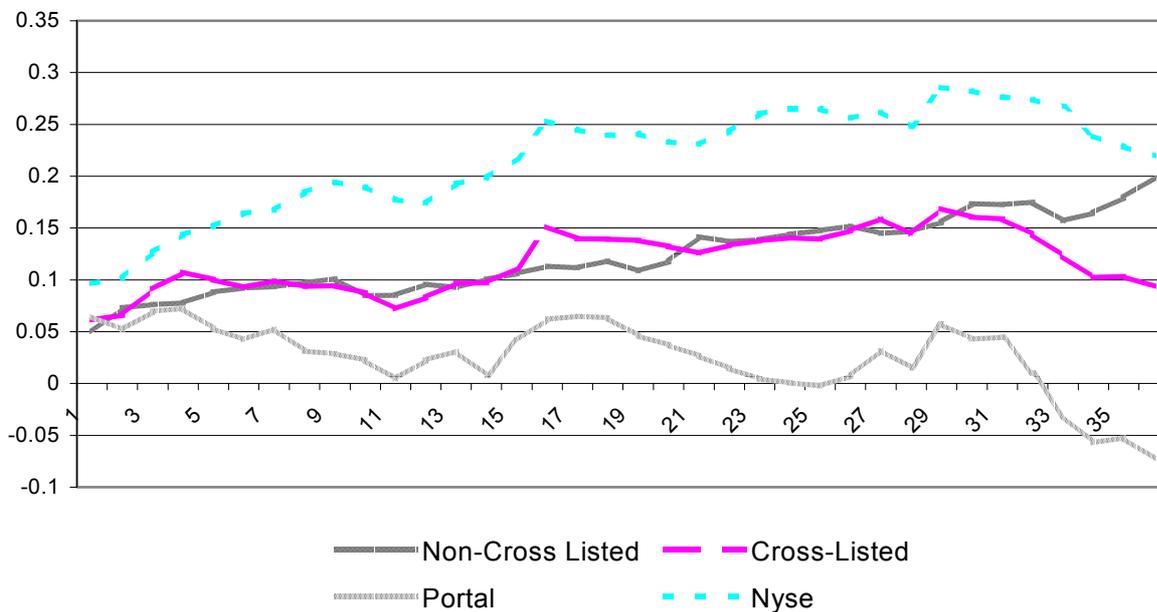


Figura 2. Capitalizzazione e Flottante delle Privatizzate (1985- 31/8/2001)

Ml. di Euro

