

«Corporate governance», una rivoluzione nel capitalismo

Con la riforma-Draghi il capitalismo italiano si avvia a cambiare faccia. La legge sul governo societario colloca infatti il nostro paese più vicino ai modelli di tipo anglosassone. C'è aria nuova per il mercato dei capitali, anche se accanto a provvedimenti innovativi permangono legislazioni speciali, che si applicano proprio ai settori più interessanti da portare al mercato: le società non quotate e le imprese in vista di privatizzazione.

La *corporate governance* è il complesso dei meccanismi di controllo e decisione, volti alla creazione di valore per chi investe risorse nelle imprese. Questo risultato è ottenuto disciplinando i rapporti tra manager, azionisti, creditori e portatori di interessi all'interno e all'esterno dell'impresa (dipendenti, fornitori, clienti, comunità locali, ambientalisti ecc.). La *governance*, che è un aspetto distintivo delle forme moderne di capitalismo, ha implicazioni fondamentali sull'efficienza dei sistemi economici e sulla struttura della proprietà. Un buon sistema di *governance* porta alla creazione di profitto e di valore per gli azionisti: per questa via, i risparmiatori investono nelle imprese e contribuiscono allo sviluppo economico.

Per anni, nel nostro paese, la *corporate governance* è stata oggetto esclusivo di un ristretto dibattito accademico, in buona parte importato dai paesi anglosassoni¹. Soltanto di recente il tema è diventato di attualità, soprattutto grazie al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, noto anche come riforma-Draghi, dal nome del direttore generale del Tesoro che ha coordinato la stesura del testo.

Il Testo unico, approvato il 20 febbraio 1998 dal Consiglio dei ministri in attuazione di una legge delega del 1996², disciplina gli intermediari e i mercati finanziari, promuovendone lo sviluppo, e introduce nuove norme di diritto societario che disegnano un nuovo modello di *governance*, più moderno nei contenuti e più in linea con i paesi avanzati.

La riforma è stata possibile per il verificarsi di un insieme di condizioni uniche. La crisi del capitalismo pubblico e il declino della proprietà familiare hanno reso possibile un cambiamento auspicato da anni. Contemporaneamente, la caduta dei tassi di interesse ha causato una profonda riallocazione del risparmio delle famiglie dai titoli di Stato al capitale di rischio. Con le nuove regole del Testo unico si è voluto creare un canale più diretto tra risparmio e

investimento attraverso una migliore protezione degli azionisti e creando le condizioni per un vero sviluppo degli investitori istituzionali. Ecco perché la riforma ha grande rilevanza.

Modelli di «corporate governance»

Come si è già anticipato, i sistemi di *corporate governance* sono molto diversi tra loro e contribuiscono a definire i modelli di capitalismo. Semplificando, nei paesi più avanzati esistono due paradigmi prevalenti di *corporate governance*; un modello caratterizzato da un'elevata frantumazione della proprietà azionaria (la *public company*) e un secondo modello in cui prevalgono investitori istituzionali dotati di partecipazioni di controllo nelle imprese.

Nel primo modello, il controllo dell'operato del management è svolto principalmente dai mercati dei capitali; nel secondo modello, da potenti investitori che siedono nel consiglio d'amministrazione. I due modelli presentano vantaggi e svantaggi.

Nelle *public company* il monitoraggio dei manager risulta spesso problematico, in quanto gli azionisti sono distanti e dispersi. In questo caso, sono importanti però alcune condizioni di contorno. Se l'impresa opera in un mercato altamente competitivo, caratterizzato da bassi investimenti fissi, e in un contesto in cui i mercati finanziari sono molto efficienti, la concorrenza sul mercato dei prodotti o del controllo può disciplinare efficacemente i manager. Se il mercato di borsa è molto efficiente e liquido, infatti, una cattiva prestazione dell'impresa si riflette presto sui corsi azionari. E il ribasso dei corsi rende conveniente l'acquisizione del controllo da parte di uno scalatore intenzionato a rimpiazzare il management inefficiente. Se invece l'impresa opera in mercati oligopolistici e con elevati investimenti fissi, il management può depauperare il capitale sociale senza che tale comportamento generi effetti immediati sulla quotazione di mercato.

In questo caso, il secondo modello di *governance* può rivelarsi preferibile: gli investitori istituzionali in possesso di ingenti quote di capitale di rischio possono svolgere un'utile funzione di controllo, intervenendo non appena l'impresa entra in crisi a causa di una gestione poco oculata. Un investitore con partecipazioni di controllo, infatti, ha maggior incentivi a intervenire non appena la gestione diventa inefficiente.

In teoria, in ogni paese sarebbe possibile una specializzazione funzionale dei due paradigmi di governo societario in relazione alla tecnologia e al contesto concorrenziale in cui opera l'impresa. Nelle diverse economie si osserva però la prevalenza dell'uno o dell'altro modello. Il modello della *public company* prevale nei paesi anglosassoni. Il capitalismo degli investitori istituzionali, pur in forme diverse, nell'Europa continentale e in Giappone.

Ma come sono emersi i due modelli e perché non si osservano tendenze significative alla convergenza?

Spiegare la «corporate governance»

La ricerca sulle determinanti fondamentali delle strutture di *governance* è complessa e ha prodotto risultati interessanti. Da alcuni studi recenti sembra che il governo societario sia profondamente influenzato da elementi di natura istituzionale e giuridica³.

Nella tabella 1, è stato selezionato un campione di paesi appartenenti a diverse aree geografiche del mondo (escludendo i paesi dell'Est in cui le strutture di *corporate governance* sono in via di formazione). I gruppi di paesi sono stati classificati in base alla tradizione legale di appartenenza, facendo l'ipotesi che alla radice dei modelli di *governance* vi siano le grandi famiglie legali (*common law*, *civil law* francese e *civil law* tedesca e scandinava).

La tabella contiene due indicatori sintetici sul grado di protezione degli azionisti e dei creditori.

Cominciamo dagli azionisti, ricordando che gli azionisti di minoranza non sono «vecchiette», ma anche istituzioni finanziarie non interessate alla gestione dell'impresa ma soltanto al rendimento dei portafogli, come i fondi pensione e i fondi comuni. Nella tabella, più alto è l'indice, maggiore è la protezione legale degli azionisti di minoranza. L'indice quantifica la presenza nelle legislazioni: *i*) del voto di lista, *ii*) del voto per corrispondenza, *iii*) di meccanismi di tutela delle minoranze azionarie, *iv*) del deposito obbligatorio delle azioni prima dell'assemblea generale, e *v*) del limite pari a o inferiore al 10% del capitale sociale per convocare un'assemblea straordinaria.

L'indice di protezione dei creditori, invece, è costruito sulla base della presenza di alcuni istituti di diritto fallimentare, quali *i*) il diritto di prelazione nella liquidazione dell'attivo per i creditori garantiti, *ii*) la necessità del consenso dei creditori per avviare la procedura fallimentare, *iii*) la necessità della nomina di un curatore fallimentare, *iv*) il diritto dei creditori garantiti di entrare in possesso dei beni oggetto di garanzia una volta accolta l'istanza di ristrutturazione. Anche in questo caso, più alto è l'indice, maggiore è la protezione legale.

Naturalmente, la protezione degli investitori garantita dai codici può rivelarsi del tutto inefficace in un contesto in cui i diritti non sono rispettati e la legge non applicata. Per questo motivo è fondamentale considerare il grado di applicazione della legge. In questa prospettiva è stato costruito un terzo indicatore («applicazione della legge») che assegna ai paesi un punteggio valutando la corruzione e l'efficienza nell'amministrazione della giustizia.

Da un confronto tra i valori medi degli indici, si nota che i paesi anglosassoni di *common law* garantiscono una maggiore protezione degli azionisti e dei creditori e una più efficace applicazione della legge; che i paesi di tradizione giuridica francese tendono a proteggere meno entrambe le categorie di investitori in un contesto poco trasparente in termini di applicazione della legge; che i paesi della tradizione giuridica tedesca e scandinava, infine, si trovano in una posizione intermedia, tendendo a privilegiare i diritti dei creditori rispetto a quelli degli azionisti e garantendo comunque un elevato *enforcement* della legge.

Tab. 1. Corporate governance, mercati e privatizzazioni nel mondo

Paesi e trad. giuridica	Protezione azionisti	Protezione creditori	Applicazione della legge	Concentraz. proprietaria	Numero sec. quotate	Capitalizzaz. Pil.	Flottante Pil.	Privatizzazioni	% media cap. privatizzato	Privatiz. per Opv privatizzazioni
<i>Common Law</i>										
Australia	4	1	9,26	0,28	1.184	0,54	0,17	34	0,89	0,29
Canada	4	1	9,63	0,40	1.118	0,48	0,15	44	0,67	0,48
Nuova Zelanda	4	3	10,00	0,48	226	0,39	0,06	24	0,90	0,08
Singapore	4	4	9,11	0,49	147	1,04	0,35	10	0,28	1
Sud Africa	4	3	7,46	0,52	700	1,54	0,08	3	0,79	0,67
Thailandia	3	3	4,22	0,47	210	0,36	0,22	7	0,26	1
Regno Unito	4	4	9,55	0,19	1.932	0,92	0,41	148	0,96	0,41
Usa	5	1	9,32	0,20	7.087	0,64	0,41	2	1	0
Media	4	2,50	8,57	0,38	1.576	0,74	0,23	34	0,72	0,49
<i>Civil Law francese</i>										
Argentina	4	1	6,01	0,53	187	0,06	0,02	50	0,55	0,12
Belgio	0	2	9,16	0,54	182	0,36	0,04	9	0,51	0,11
Brasile	4	1	6,04	0,57	579	0,11	0,05	41	0,72	0,07
Cile	4	2	6,28	0,45	225	0,52	0,04	8	0,31	0
Colombia	1	0	6,13	0,63	87	0,07	0,01	3	0,67	0,67
Francia	2	0	8,53	0,34	641	0,27	0,09	38	0,50	0,89
Grecia	2	1	7,14	0,67	126	0,12	0,02	18	0,65	0,11
Italia	0 → 3	2	6,44	0,58	248	0,16	0,04	44	0,51	0,50
Messico	0	0	5,39	0,64	193	0,22	0,09	32	0,60	0,09
Paesi Bassi	2	2	10,00	0,39	239	0,49	0,21	16	0,60	0,38
Portogallo	2	1	6,44	0,52	162	0,16	0,03	48	0,70	0,55
Spagna	2	2	6,82	0,51	383	0,25	0,08	17	0,38	0,59
Media	2	1	7,03	0,53	271	0,23	0,06	25	0,56	0,34
<i>Civil Law tedesca e scandinava</i>										
Austria	2	3	9,04	0,58	90	0,10	0,07	28	0,54	0,71
Germania	1	3	8,97	0,48	551	0,24	0,35	37	0,68	0,14
Giappone	4	2	9,26	0,18	2.027	1,08	0,62	9	0,55	1
Swizzera	1	1	10,00	0,41	176	0,77	0,31	0	-	-
Danimarca	3	3	10,00	0,45	267	0,28	0,07	6	0,53	0,67
Finlandia	2	1	10,00	0,37	62	0,19	0,04	17	0,56	0,94
Norvegia	3	2	10,00	0,36	126	0,19	0,09	8	0,53	0,88
Svezia	2	2	10,00	0,28	133	0,46	0,10	9	0,62	0,67
Media	2,25	2,13	9,66	0,39	429	0,41	0,21	14	0,57	0,71

Nota: «Protezione azionisti» misura la presenza nei codici commerciali *i)* del voto di lista, *ii)* del voto per corrispondenza, *iii)* dei meccanismi di tutela delle minoranze, *iv)* del deposito obbligatorio delle azioni prima dell'assemblea generale, *v)* del limite pari o inferiore al 10% del capitale per convocare un'assemblea straordinaria. L'indice assume il valore massimo (5) quando i codici contemplano questi istituti simultaneamente. «Protezione creditori» è un indice costruito sulla base della presenza di alcuni istituti di diritto fallimentare, quali *i)* il diritto di prelazione nella liquidazione dell'attivo per i creditori garantiti, *ii)* la necessità del consenso dei creditori per avviare la procedura fallimentare, *iii)* la necessità della nomina di un curatore fallimentare, *iv)* il diritto dei creditori garantiti a entrare in possesso dell'oggetto della garanzia una volta accolta l'istanza di ristrutturazione. L'indice assume il valore massimo (4) quando i codici contemplano tutti gli istituti simultaneamente. «Applicazione della legge» assegna un punteggio da 1 a 10 valutando il livello di corruzione e di efficienza dell'amministrazione della giustizia di un paese. «Concentrazione proprietaria» indica la media delle partecipazioni complessive dei tre maggiori investitori nelle 10 principali società quotate.

Mettiamo ora in relazione questi indicatori di origine legale con i modelli di *corporate governance*, con la struttura della proprietà e con lo sviluppo dei mercati.

In prima approssimazione, un paese si conforma al modello della *public company* quanto minore è la concentrazione della proprietà azionaria – approssimata dalla media delle partecipazioni detenute dai tre maggiori investitori nelle 10 principali imprese quotate – e quanto più sviluppati sono i suoi mercati finanziari – in termini di numero di società in listino, di rapporto fra capitalizzazione e Pil, di rapporto fra flottante e Pil.

In media, i paesi anglosassoni di *common law* sono caratterizzati da una minore concentrazione proprietaria, da listini più ampi e da mercati finanziari sviluppati in termini sia di capitalizzazione sia di liquidità. In particolare, è interessante notare che, all'interno di questa categoria, negli Stati Uniti e in Gran Bretagna si realizza, a fronte di un'elevata protezione legale degli azionisti, la maggiore diffusione delle proprietà azionaria (con un valore pari al 20% circa) e un'elevata liquidità dei mercati. La tendenza prosegue nel tempo. Nell'aprile del 1998 la capitalizzazione della City di Londra ha superato in termini assoluti quella della borsa di Tokyo.

I paesi di *civil law* francese, caratterizzati da una scarsa protezione degli azionisti, presentano ingenti partecipazioni da parte dei maggiori azionisti (più del 50%), poche società quotate, ridotte dimensioni dei mercati dei capitali e scarsa liquidità. I paesi di tradizione tedesca e scandinava si trovano in posizione intermedia, con una concentrazione proprietaria e un tasso di liquidità dei mercati vicini alla media dei paesi di *common law*, ma ancora lontani da questi in termini di ampiezza del mercato.

I dati suggeriscono quindi un possibile legame fra la protezione degli investitori e i modelli di *corporate governance* prevalenti nelle diverse economie; interpretando questa relazione come un nesso di causalità, si potrebbe concludere che, in contesti cui in la legge protegge meno gli investitori, l'azionariato si concentra sviluppando sistemi di intermediazione per ridurre i rischi di cattiva gestione da parte del management. Allo stesso modo, una scarsa protezione legale degli azionisti riduce la capacità di attrarre capitale esterno da parte degli investitori con evidenti ripercussioni sulle potenzialità di sviluppo dei mercati dei capitali⁴. Del resto, se gli azionisti di minoranza non sono protetti, i risparmi si rivolgono ad altri impieghi.

Ovviamente la realtà è più complessa di quanto emerga da queste semplici osservazioni empiriche. Alcuni studi al confine tra il diritto e l'economia hanno rilevato che la frantumazione della proprietà azionaria presente negli Stati Uniti rappresenta il prodotto politico di un secolo di interventi di antitrust e regolamentazione volti a contenere il potere di controllo degli investitori istituzionali, quali le banche, le compagnie assicurative, i fondi comuni di investimento e i fondi pensione⁵. Non si può però escludere che lo sviluppo negli Stati Uniti di un'estesa protezione legale degli investitori rappresenti in parte una risposta istituzionale alla soppressione per via legislativa della concentrazione azionaria.

Analogamente, si può argomentare che in paesi come la Germania potenti intermediari bancari erano già al comando delle principali imprese ancora prima che venissero stesi i codici commerciali moderni. Non si può quindi escludere che questi investitori dominanti abbiano influenzato il processo legislativo per preservare le proprie posizioni di potere.

Ancora, come osservano Marcello De Cecco e Giovanni Ferri⁶, è possibile che in Italia la struttura di *governance* pre-riforma discendesse dalla struttura del tutto particolare della proprietà delle aziende, basata su Stato e famiglie. E che il dibattito sulla *governance* si sia riaperto soltanto con la crisi di questo assetto proprietario.

Ma con tutte queste avvertenze, le relazioni statistiche rimangono. Soltanto i paesi che proteggono gli azionisti hanno mercati dei capitali sviluppati e proprietà diffusa. Era dunque importante far crescere questa tutela, se si voleva generare anche da noi uno sviluppo dei mercati dei capitali, funzionale a sua volta allo sviluppo delle imprese.

Perché la riforma è importante

Il Testo unico che contiene la riforma del diritto societario è un caso interessante, non privo di aspetti singolari.

Il primo paradosso è che il Parlamento, con una legge delega del febbraio del 1996, si sia spogliato di decisioni importanti capaci di influenzare la struttura della proprietà e i canali che connettono risparmio e investimento.

Il secondo paradosso è che il Direttore generale del Tesoro, Mario Draghi, sia riuscito a varare una riforma delicatissima ottenendo la sostanziale unanimità dei consensi, in un paese altrimenti caratterizzato da un elevato tasso di litigiosità. Indubbiamente, il Tesoro si è mosso con grande competenza e abilità. Ma è altrettanto vero che la riforma incide su un universo di interessi ancora in formazione e dunque non consolidati.

La riforma Draghi abbraccia molti aspetti del mercato dei capitali del futuro, proponendo modelli di regolamentazione più flessibili per gli intermediari finanziari (è già questa è una piccola rivoluzione per l'Italia), disciplinando i mercati incluso quello del controllo societario, indebolendo fortemente i patti di sindacato, facilitando le scalate e dunque la contendibilità del controllo e del comando attraverso la nuova disciplina dell'Opa⁷. Dopo lungo dibattito, la soluzione prescelta è stata mutuata dal modello inglese: un'Opa totalitaria e obbligatoria in corrispondenza della soglia del 30%, senza deroghe per le società maggiori. Con questa disciplina gli scalatori possono liberamente disputarsi il comando, rastrellando azioni fino al 30% del totale a un costo ragionevole. Superata questa soglia, il compratore è costretto ad acquistare il totale delle azioni, offrendo una possibilità di uscita a condizioni soddisfacenti a tutti gli azionisti di minoranza, qualora non avessero fiducia nel nuovo gruppo di comando.

Oltre all'Opa, la riforma risulta fortemente innovativa in termini di protezione degli azionisti di minoranza.

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 assomiglia al *derivative suit* americano, un potente strumento che gli azionisti di minoranza spesso utilizzano per colpire un'amministrazione inefficiente. 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% del capitale sociale la soglia prevista dal codice civile per la convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza.

Con queste innovazioni, l'indice degli azionisti della tabella, opportunamente ricalcolato, sale da 0 a 3, superando il valore medio europeo (1,9) e avvicinandosi ai valori dei paesi più evoluti quali gli Stati Uniti (5) e la Gran Bretagna (4).

Particolarmente apprezzabile è la decisione di lasciare all'autonomia statutaria delle imprese la possibilità di adottare gradi di protezione anche superiori. Negli anni passati, una sorta di «importazione» di istituti più evoluti era avvenuta grazie alla quotazione simultanea (*cross-listing*) di molte aziende in Italia, a Wall Street e alla City di Londra. L'autonomia statutaria è ora riconosciuta esplicitamente, pur entro l'ambito di paletti prefissati, e consente l'adozione diretta delle regole desiderate. Questa soluzione, volta a garantire e dunque ad attrarre gli investitori, impone alle società di adottare le regole dei mercati più evoluti, con la minaccia di esserne estromessi in caso di inosservanza.

Eguale interessante, infine, è la delegificazione di molte regole del mercato demandate ai regolamenti attuativi della Consob, attesi entro l'estate del 1998.

Tutto ciò, insieme alle condizioni macroeconomiche di contorno, dovrebbe 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.

I dati riportati nella tabella mostrano che, nei vari paesi del mondo, la quantità e la qualità di privatizzazioni sono legati in forma diretta e indiretta agli istituti della *governance*. Il volume di privatizzazioni (in termini di numero di operazioni e di introiti) e le modalità con cui le cessioni avvengono (percentuale di capitale venduto; offerta pubblica verso trattativa privata) dipendono in buona parte dalle istituzioni legali⁸.

Soltanto i paesi che proteggono gli azionisti hanno infatti saputo trasferire al mercato la proprietà e il controllo delle imprese, facendo delle privatizzazioni l'occasione di sviluppo dei propri mercati dei capitali. Mentre i paesi caratterizzati da minor grado di protezione degli azionisti di minoranza non dispongono di mercati efficienti per vendere i propri *asset*, finendo per privatizzare poco e male.

Verso un capitalismo più moderno

Per concludere, in base a una prima valutazione, è ragionevole pensare che la riforma della *governance* avrà effetti non trascurabili sugli assetti proprietari e sullo sviluppo dei mercati dei capitali. A questo proposito, esistono tuttavia alcune aree di ambiguità che vale la pena di menzionare.

La prima area di ambiguità, che discende dalla formulazione della delega, è che le nuove norme si applicano soltanto alle società quotate. Per assurdo, la maggiore severità delle nuove norme potrebbe scoraggiare la quotazione di molte aziende. Ciò non accadrebbe se le norme si applicassero a tutte le società per azioni, quotate e no.

La seconda area di ambiguità deriva dal regime speciale ancora riservato alle società in via di privatizzazione. Ci riferiamo in particolare alla cosiddetta *golden share* (o meglio ai poteri speciali dell'azionista-Tesoro), ad alcuni vincoli statutari e alle privatizzazioni per cui è stato previsto, a tavolino, un «nocciolo duro», che comanda con poche o pochissime azioni. Tutti questi casi configurano scostamenti dai principi di democrazia azionaria che ispirano la riforma.

Si assiste così alla situazione, tipicamente italiana, di una legislazione innovativa che si affianca e non cancella alcune legislazioni «speciali», che si applicano ai settori più interessanti delle imprese che dovrebbero essere portate al mercato: le non quotate e le privatizzande.

Consideriamo per prime le società non quotate. Secondo la Consob, le società di medie dimensioni che possono essere portate alla borsa sono 450-550, con un valore potenziale molto elevato. Ma perché gli imprenditori decidano di quotare le loro aziende, dopo cinquant'anni di capitalismo familiare, occorre che essi percepiscano una chiara convenienza. Al momento, nonostante la riforma della *governance*, per molti piccoli e medi imprenditori il vantaggio potenziale dell'afflusso di nuovi capitali è superato dal vantaggio di restare piccoli e riparati dal mare aperto dei mercati finanziari. Questo atteggiamento è razionale e affonda le proprie radici nella costituzione economica del nostro paese, che per molti anni ha incentivato, di fatto, la piccola dimensione, la proprietà familiare, la diffidenza verso la finanza esterna. Intendiamoci: le piccole imprese a proprietà familiare sono state finora la forza del paese e va benissimo che restino tali. Quello che è grave è che esse trovino rischioso e sconveniente crescere rivolgendosi alla borsa, per un insieme di motivi in gran parte dipendenti dalla politica economica e dalla struttura dei mercati.

Un discorso egualmente difficile riguarda le privatizzazioni, che pure sono una vera e propria tendenza di fine secolo. Nel 1997, nel mondo, si sono registrate 350 operazioni di privatizzazione che hanno fruttato ai governi più di 160 miliardi di dollari. L'Italia, in questo quadro, ha giocato un ruolo molto importante. Le operazioni, nell'ultimo anno, sono state 13, con introiti di circa 35 miliardi di dollari, pari al 20% del totale globale. Nonostante lo sforzo già fatto, il potenziale di società da privatizzare è ancora enorme. Sempre secondo

la Consob, le privatizzazioni possibili nel nostro paese (dall'Enel, alla Bnl, alle banche detenute dalle fondazioni) potrebbero generare un'offerta di titoli sono a 185.000 miliardi di lire. Ma anche in questo caso occorre modificare la mentalità radicata in settant'anni di storia economica italiana. Il nostro processo di privatizzazioni si scontra infatti con problemi di diffidenza e di scarsa volontà politica ancora una volta radicati nel patrimonio genetico della nostra economia.

Con grande fatica, a partire dal 1992, i politici hanno accettato la logica di vendere le imprese di Stato. Ma per molte società la privatizzazione è stata soltanto parziale; la tentazione di ingerenza politica è sempre in agguato; il collocamento per noccioli duri studiati a tavolino è stato un insuccesso, ha creato situazioni in contrasto con la democrazia azionaria, ha contribuito a generare ulteriore sospetto nei confronti della classe politica. Gli enti locali, infine, si sono mostrati padroni più gelosi dello Stato, tanto che privatizzare per intero una municipalizzata sembra un'impresa impossibile.

In questo contesto, perché l'offerta di società privatizzate diventi realtà, occorre un cambio radicale di marcia, basato sulla volontà politica e sul miglioramento della qualità delle vendite.

Succederà tutto questo? Al di là della riforma della *governance*, i cambiamenti richiesti nel mondo dell'impresa familiare e nel mondo politico e sindacale sono profondi e si scontrano contro interessi forti e abiti mentali radicati. Eppure la crescita del mercato è una sfida di fondo per chi vuole modernizzare il nostro paese.

Note

¹ Non è un caso che tutta la terminologia del dibattito sulla *governance* non trovi traduzione precisa in italiano.

² La legge 6 febbraio 1996 n. 52 (Gu 10.2.96, n. 34, Supp. Ord.) ha delegato il governo a emanare entro due anni dall'entrata in vigore della legge testi unici in materia finanziaria. Il testo, con la relazione tecnica di Mario Draghi, è pubblicato sul sito del «Sole-24 Ore» (<http://www.ilsole24ore.it>).

³ R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Law and Finance*, «Nber Working Paper», n. 5661, 1996. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, «Journal of Finance», luglio 1997.

⁴ L'analisi econometrica di queste relazioni per un più vasto campione di paesi è contenuta in R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Law and Finance*, cit. e R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, cit.

⁵ M. Roe, *Manager forti, azionisti deboli*, Milano, il Sole-24 Ore Edizioni, 1997. Si veda anche G. Amato, *Antitrust and the Bounds of Power*, Oxford, Hart Publishing, 1997, di imminente pubblicazione con il Mulino.

⁶ M. De Cecco e G. Ferri, *Le banche d'affari in Italia*, Bologna, Il Mulino, 1996.

⁷ Un'Opa (Offerta pubblica di acquisto) è l'offerta di acquistare a un certo prezzo (di regola superiore alla quotazione corrente) ed entro un certo termine, una data quantità di azioni in circolazione di una società da parte di un'altra società. L'Opa viene detta ostile se si acquista con l'obiettivo di scalzare il vertice di comando della società bersaglio.

⁸ L'analisi econometrica di queste relazioni è contenuta in B. Bortolotti, M. Fantini, D. Siniscalco, S. Vitalini, *Privatisations and Institutions: A Cross-Country Analysis*, «Feem nota di lavoro», n. 67, 1997, (<http://www.feem.it/web/feem/workpap/abs97/67-97.pdf>).