

**BANCA D'ITALIA**

**Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo  
delle imprese: ostacoli, intermediari, regole**

**di Fabrizio Barca**



**Numero 194 - Maggio 1993**



**BANCA D'ITALIA**

# **Temi di discussione**

**del Servizio Studi**

**Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo  
delle imprese: ostacoli, intermediari, regole**

**di Fabrizio Barca**

**Numero 194 - Maggio 1993**

*La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.*

*I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.*

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese, promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati esposti e discussi nel corso di un seminario svoltosi presso la Sadiba (Perugia) nei giorni 19-20 marzo 1993.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, CURZIO GIANNINI, LUIGI GUISO, DANIELE TERLIZZESE; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

**ALLOCAZIONE E RIALLOCAZIONE  
DELLA PROPRIETÀ E DEL CONTROLLO DELLE IMPRESE:  
OSTACOLI, INTERMEDIARI, REGOLE**

di Fabrizio Barca (\*)

**Sommario**

Nel lavoro vengono presentate le linee di uno schema teorico per lo studio e l'interpretazione dell'allocazione della proprietà e del controllo delle imprese, dei meccanismi preposti alla loro riallocazione, degli ostacoli che tali meccanismi incontrano. Questo schema viene utilizzato per avanzare alcune tesi sul caso italiano in merito alla natura e ai limiti degli assetti di controllo, alle carenze del mercato delle imprese e degli intermediari che vi operano, alle norme che regolano la riallocazione in alcuni passaggi della vita di un'impresa. L'insieme di queste tesi costituisce l'agenda per un progetto di ricerca i cui primi risultati saranno pubblicati in questa stessa collana.

Lo schema interpretativo impiegato fa riferimento ai recenti sviluppi della teoria dei diritti proprietari, che interpreta l'allocazione del controllo sulle imprese come strumento per incentivare l'impegno innovativo dell'imprenditore in condizioni di incompletezza contrattuale. Ne vengono prospettate estensioni relative a quattro aspetti: gli effetti delle attuali tendenze tecnologiche sull'allocazione del controllo; l'influenza che tale allocazione ha, a sua volta, sulla tecnologia; la complementarità/sostituibilità della proprietà con altri strumenti di governo delle transazioni economiche; le cause e gli effetti della separazione fra proprietà e controllo.

Le tesi sull'economia italiana proposte per la verifica riguardano: la scarsa negoziabilità del controllo dei nostri assetti proprietari e l'assenza delle condizioni perché possano essere importati modelli di controllo da altre economie; la stretta relazione fra arretratezza della borsa e carenze degli intermediari finanziari nella supervisione e nell'assistenza attiva delle imprese affidate; il ruolo che potrebbe essere svolto dall'intervento pubblico nel garantire informazione e potere contrattuale ai proprietari non controllanti, nel rimuovere i limiti della normativa per le aziende in crisi, nel privatizzare le imprese pubbliche, nel tutelare il valore dell'impresa nei processi di ricambio generazionale.

(\*) Banca d'Italia, Servizio Studi.



## Indice

1. La tesi generale .....	p.	7
1.1 Debolezze dell'economia italiana e mercato della proprietà e del controllo delle imprese .....	p.	7
1.2 Istituzioni e regole della riallocazione: gli indizi di inefficienza .....	p.	9
2. Gli ostacoli alla riallocazione della proprietà e del controllo: un paradigma teorico .....	p.	16
2.1 Una teoria dell'allocazione del controllo ...	p.	18
2.2 Alcune estensioni della teoria .....	p.	26
2.3 Gli ostacoli alla riallocazione .....	p.	36
3. Tesi per una ricerca .....	p.	42
4. Le imprese: modelli di proprietà e ostacoli alla riallocazione .....	p.	44
4.1 I modelli di riferimento: dalla <u>public</u> <u>company</u> al gruppo piramidale .....	p.	44
4.2 Il caso italiano: le grandi imprese .....	p.	52
4.3 Il caso italiano: crescita e rinnovo generazionale .....	p.	56
4.4 Il caso italiano: la proprietà "straniera" ....	p.	59
5. Gli intermediari della riallocazione: funzioni e limiti .....	p.	61
5.1 La borsa valori .....	p.	66
6. Lo Stato: regole e intervento diretto .....	p.	68
6.1 La regolazione delle crisi aziendali .....	p.	69
6.2 La regolazione del trasferimento intergenerazionale della proprietà .....	p.	74
6.3 Intervento diretto: privatizzazioni .....	p.	76
6.4 Intervento diretto: espropriazioni .....	p.	79
Riferimenti bibliografici .....	p.	83



## 1. La tesi generale<sup>1</sup>

### 1.1 Debolezze dell'economia italiana e mercato della proprietà e del controllo delle imprese

Analisi recenti concordano nel rilevare, in questo avvio degli anni novanta, molteplici segnali di allarme per la capacità competitiva e per le prospettive di sviluppo del sistema economico italiano<sup>2</sup>. Essi dipendono solo in parte dal peggioramento del cambio reale prodottosi a partire dal 1987; parziale, dunque, è il sollievo recato dalla svalutazione reale che ha seguito la crisi valutaria del settembre 1992. I problemi odierni hanno in realtà radici nei limiti del risanamento industriale degli anni ottanta: nell'organizzazione del lavoro all'interno dell'impresa e fra imprese,

- 
1. Questo scritto costituisce una rielaborazione delle note con cui è stato avviato presso la Banca d'Italia un progetto di ricerca sul mercato della riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese (agosto e dicembre 1991). Non tutti gli argomenti qui affrontati costituiscono oggetto del progetto di ricerca; il grado di approfondimento con cui ognuno di essi è trattato riflette la comprensione dei fenomeni da parte dell'autore, non necessariamente il peso che a essi si è riservato nel progetto. Il lavoro beneficia di osservazioni e discussioni relative alle precedenti stesure. Oltre a tutti i partecipanti al progetto di ricerca, desidero in particolare ringraziare Magda Bianco, Paola Casavola, Pierluigi Ciocca, Leonardo Felli, Michele Grillo, Luigi Guiso, Marco Magnani, Giangiacomo Nardozzi, Tommaso Padoa-Schioppa, Ugo Pagano, Nicola Rossi, Piero Rubino, Paolo Sestito, Daniele Terlizzese, Sandro Trento, Stefano Zamagni e i partecipanti a un seminario tenuto presso il Dipartimento di economia dell'Università di Venezia. Solo una parte degli spunti e dei suggerimenti raccolti ha trovato la strada di questo scritto, cui ho scelto di lasciare la natura di agenda preliminare di ricerca. È dunque a maggior ragione vero che rimango il solo responsabile per quante inesattezze e approssimazioni siano rimaste nel testo.
  2. Si vedano, fra gli altri, De Giovanni, Prodi e Tanoni (1991), Cipolletta (1991), Prodi (1991b), CER (1991), Barca e Visco (1992).

nella ricerca tecnologica, nella specializzazione settoriale<sup>3</sup>. Ad aggravare gli effetti di questi fattori di debolezza sono le pressioni che provengono dall'accelerazione del processo di integrazione europea<sup>4</sup>.

Non vi è dubbio che la soluzione di questi problemi, oltre a una profonda riforma dello Stato<sup>5</sup>, richiede interventi nel mercato del lavoro<sup>6</sup> - volti a realizzare un maggiore coordinamento fra le parti sociali e all'interno di esse - e nel mercato dei servizi<sup>7</sup> - volti a ripristinare condizioni concorrenziali. Ma si vuole qui sostenere che esiste un terzo mercato al cui cattivo funzionamento vanno ricondotte molte inefficienze dell'intero sistema economico: il mercato dove si scambiano i diritti di proprietà e di controllo sulle imprese, in breve il mercato delle imprese.

L'intuizione di base è semplice: quanto minore è l'efficienza con cui viene riallocato il controllo delle imprese, ossia il diritto di utilizzarne i capitali in qualunque modo non sia espressamente vietato da norme o contratti, tanto più frequente è il caso in cui le imprese non sono

- 
3. Si vedano fra gli altri Romiti (1990), De Giovanni, Prodi e Tanoni (1991), Nomisma (1992 e 1993), Bianco e Trento (1992).
  4. Cfr. Barca (1991).
  5. È necessario che siano almeno prodotti in volume e qualità adeguati i beni pubblici indispensabili alle famiglie e alle imprese: istruzione, ricerca di base, comunicazione, politica estera, ordine pubblico.
  6. Per gli aspetti relativi ai metodi di fissazione delle retribuzioni, cfr. Sestito (1991) e Barca (1991). Per gli aspetti relativi alla regolazione delle uscite e, in generale, dell'impiego del lavoro, cfr. Casavola (1991).
  7. Cfr., fra gli altri, Prosperetti (1989 e 1992), Rubino (1989) Pellegrini (1990), Barca e Visco (1993), CER (1991).

controllate dalla "persona più idonea a controllarle"<sup>8</sup>, tanto maggiore è l'inefficienza del sistema economico. La tesi è che in Italia la riallocazione della proprietà e del controllo incontri severi ostacoli e che la restrizione delle opportunità di accesso al controllo delle imprese sia responsabile di una parte rilevante dei problemi lasciati irrisolti dal risanamento degli anni ottanta.

## 1.2 Istituzioni e regole della riallocazione: gli indizi di inefficienza

Che l'allocazione del controllo sui beni capitali impiegati nel processo produttivo svolga un ruolo centrale nel determinare l'efficienza del sistema economico, è un fatto che il profondo rivolgimento della struttura proprietaria intervenuto negli anni ottanta negli Stati Uniti e la transizione a un sistema di proprietà privata nell'Est europeo hanno riaffermato, talora in modo drammatico. Il continuo cambiamento del contesto "esogeno" (tecnologie, dotazione personale delle capacità, generazioni) sollecita costantemente modifiche dell'allocazione della proprietà e del controllo: attraverso il trasferimento della proprietà delle imprese e attraverso disintegrazioni, scorpori, acquisizioni e fusioni che ne modificano la configurazione. L'insieme di queste transazioni dà luogo al mercato delle imprese.

La nozione di "mercato del controllo societario" (market for corporate control) impiegata in larga parte della letteratura teorica si riferisce all'acquisto di partecipazioni di imprese a proprietà diffusa da parte di soggetti che intendono acquisirne il controllo, generalmente senza il consenso di chi (proprietari e/o amministratori) il

---

8. Per una versione rigorosa del concetto di "idoneità", si veda il par. 2.1.

controllo già esercita; la borsa è il luogo deputato di questa tipologia di scambio. Ma, anche nei paesi anglosassoni dove più comune è il modello della proprietà diffusa, il concetto di "mercato delle imprese" è assai più vasto. Esso comprende ogni luogo dove si scambiano o si diffondono informazioni sulle opportunità imprenditoriali, ogni regola o istituzione che concorre allo scambio della proprietà delle imprese: dall'interazione fra aziende operanti nello stesso comparto o in processi verticalmente integrati, alla relazione delle aziende con le proprie banche; dall'attività di veri e propri intermediari della riallocazione (finanziari e non finanziari), alle norme che regolano il trasferimento intergenerazionale della proprietà e le crisi aziendali; fino ai mercati - le borse appunto - dove la compra-vendita è regolata da specifiche norme, che favoriscono anche l'accesso di soggetti disinteressati al controllo - i "piccoli azionisti".

La complessità dello scambio che ha luogo nel mercato delle imprese e, dunque, degli impedimenti che possono ostacolarlo è straordinariamente più grande di quello dei diritti di proprietà relativi a un singolo bene. Ciò dipende dal volume di informazioni richiesto perché lo scambio di imprese abbia luogo - informazioni sulla capacità delle risorse umane e materiali che le costituiscono e, come apparirà evidente più avanti, sulle interdipendenze tecnologiche che legano quelle risorse - e dalla rete di interessi che si dipana attorno all'impresa che è coinvolta dalla sua riallocazione. Questa complessità richiede, più ancora che in ogni altro mercato, l'operare di istituzioni e di regole, ovvero di meccanismi riallocativi. Dalla loro adeguatezza dipende la piena opportunità di tutti i soggetti di accedere al controllo delle imprese - il grado di concorrenza del mercato delle imprese - e quindi l'efficienza dell'allocazione

del controllo<sup>9</sup>. Ne risulta fortemente influenzata l'efficienza dell'intero sistema economico.

Le istituzioni al centro del processo di riallocazione svolgono un ruolo fondamentale nel combinare proprietari e imprese, nel mediare fra le parti coinvolte nelle transazioni e nei conflitti di interesse che possono scaturirne, e, quando ne abbiano la facoltà, nel reperire e allocare i mezzi finanziari necessari alle transazioni. Le stesse istituzioni svolgono a volte una funzione di "coordinamento super-proprietario", cioè di governo delle relazioni fra soggetti controllanti diversi, colmando in parte i limiti che, come diremo oltre, lo strumento "proprietà" incontra nel governo delle transazioni economiche.

In tutti i paesi capitalistici un ruolo rilevante è svolto dagli intermediari finanziari, segnatamente dalle banche, che raccolgono informazioni riservate, grazie alle relazioni di lungo periodo che stabiliscono con le imprese clienti. Ma a esse si affiancano, in un equilibrio spesso assai delicato<sup>10</sup>, altre istituzioni. Negli Stati Uniti, nel gestire i conflitti di interesse che nel processo di riallocazione dividono amministratori, azionisti e soggetti che aspirano all'acquisizione del controllo, svolgono un ruolo centrale i tribunali. In Giappone, al controllo diretto delle banche sui "gruppi associativi di grandi imprese", si accompagna l'attività di mediazione fra interessi contrappo-

---

9. Per uno spunto concettualmente simile a questo, cfr. Pagano (1991) p. 327.

10. Per il concetto di equilibrio - ovvero di "non contraddizione reciproca" - fra diversi "meccanismi allocativi" con riferimento all'insieme del sistema dell'intermediazione finanziaria, cfr. Ciocca (1991).

sti operata dal partito di governo<sup>11</sup>. In Francia, un ruolo centrale è svolto dalla Pubblica amministrazione: attraverso il controllo diretto di una parte rilevante dell'apparato industriale, l'influenza sul sistema di partecipazioni incrociate fra grandi imprese, la formazione dei quadri dirigenti. Nella Germania sono le banche a svolgere, oltre alla regolamentazione del credito, un ruolo di mediazione fra interessi diversi (dirigenti, azionisti, dipendenti, altre imprese) facendo uso del possesso diretto e indiretto di una larga parte del sistema delle grandi imprese<sup>12</sup>.

Alle istituzioni che agiscono nel mercato della riallocazione sono associati sistemi di regole che ne delimitano o indirizzano l'azione, tutelano gli interessi delle parti coinvolte nello scambio, stabiliscono le forme dei contratti, prevedono procedure per gestire le riallocazioni traumatiche (crisi aziendali e fallimenti) e naturali (successione per morte del proprietario) della proprietà.

Proprio il peso relativo delle diverse istituzioni e la natura delle regole, frutto dell'evoluzione storica di ogni paese e della sua cultura, contribuiscono a dare a ognuna di queste economie di mercato la natura di "un particolare capitalismo", secondo una differenziazione che è tor-

---

11. Nonostante ogni singola banca non possa detenere più del 5 per cento di ogni singola impresa, il complesso delle istituzioni finanziarie (incluse le assicurazioni) detiene circa il 40 per cento del capitale azionario delle aziende quotate (cfr. Aoki, 1990). Sull'influenza esercitata direttamente dal partito di governo sulle massime istituzioni finanziarie, cfr., ad esempio, "the Economist" (1991).

12. Aggiungendo al capitale azionario direttamente posseduto anche quello gestito per conto dei proprietari, il sistema bancario della Germania federale possedeva all'inizio degli anni ottanta il 36 per cento delle prime 100 imprese tedesche (cfr. Cable, 1985).

nata di recente al centro dell'analisi, non solo economica<sup>13</sup>.

Nel nostro paese, le istituzioni attive nella riallocazione della proprietà e nel coordinamento superproprietario spaziano nell'intero arco di possibilità prospettate dall'esperienza degli altri paesi, e oltre: dalle istituzioni finanziarie alla pubblica amministrazione, dai partiti al sistema di partecipazioni incrociate fra imprese, al potere giudiziario, con la peculiare aggiunta del sistema dei gruppi piramidali<sup>14</sup>. Molti indizi suggeriscono che l'efficienza di questi meccanismi di riallocazione sia complessivamente modesta. Si osservano in particolare:

- a) difficoltà del sistema delle piccole imprese nell'alimentare la fascia dimensionale media e medio-grande<sup>15</sup>;
- b) vischiosità nella riallocazione della proprietà e del controllo dei medi e grandi gruppi di imprese<sup>16</sup>;
- c) peso modesto della proprietà estera in Italia e difficoltà dei maggiori gruppi italiani a realizzare acquisizioni

---

13. Per una recente contrapposizione del capitalismo anglosassone a quello cosiddetto germanico (o germanico-giapponese), cfr. Franks e Mayer (1990), "the Economist" (1990), Prodi (1991a). Per una contrapposizione fra capitalismo occidentale e capitalismo giapponese, si veda Aoki (1990).

14. Prodi (1991a) ritiene che un ruolo crescente tenda a essere svolto nel nostro paese dal potere politico: "Il vuoto lasciato dalla debolezza della proprietà, e dalla mancanza di regole e di tradizioni gestionali, viene riempito quindi dall'arbitrio del potere politico" (p. 31).

15. Cfr., fra gli altri, Ministero dell'industria (1988) e Battaglia e Valcamonici (1989).

16. Cfr. Brioschi, Buzzacchi e Colombo (1990).

estere<sup>17</sup>;

- d) peso elevato della proprietà pubblica anche nelle produzioni per il mercato non caratterizzate da condizioni di monopolio naturale e resistenze a una sua riallocazione;
- e) esiguità e fragilità del mercato borsistico<sup>18</sup>;
- f) elevata discrezionalità, scarsa trasparenza e inefficacia dell'intervento pubblico nelle situazioni di crisi aziendale<sup>19</sup>.

La serietà di questi limiti è accentuata dal fatto che almeno quattro fattori dovrebbero accrescere nel prossimo futuro la "domanda di riallocazione": l'incalzare dell'innovazione tecnologica e, soprattutto, delle innovazioni nell'organizzazione del lavoro e nel ruolo del capitale umano che, come apparirà chiaro più avanti, modificano l'allocazione efficiente della proprietà; gli aggiustamenti della specializzazione settoriale nazionale che saranno indotti dal processo di integrazione europea; il ricambio generazionale che secondo molti osservatori incombe sul sistema della piccola impresa<sup>20</sup>; i programmi di privatizzazione delle imprese dell'area pubblica<sup>21</sup>.

La ricerca di possibili riforme dei meccanismi di

---

17. Cfr. Committeri (1991).

18. Cfr. Ciocca (1991).

19. Cfr. Visentini e altri (1989).

20. Cfr. ad esempio Cipolletta (1991), De Giovanni, Prodi e Tantonì (1991).

21. Alla domanda di riallocazione che verrà nei prossimi anni da questi due ultimi fattori fanno riferimento Guelpa e Sassatelli (1991).

riallocazione attraverso modifiche dell'ordinamento e attraverso un nuovo ruolo della finanza privata è sollecitata dal fatto che la forma tradizionale assunta in Italia dalla politica industriale - il trasferimento di risorse alle imprese - trova oggi crescenti ostacoli nei vincoli cui è soggetta la politica di bilancio e nell'azione di controllo comunitario. Gli strumenti di sussidio e di salvataggio indiscriminato delle imprese - attraverso la loro acquisizione nel settore pubblico, l'agevolazione fiscale del consolidamento dei debiti, le commesse pubbliche e la tolleranza dell'evasione fiscale - con cui, specie in situazioni di crisi, si è posto in passato rimedio alle vischiosità della riallocazione, oltre a essere grandemente inefficienti, sono oggi inutilizzabili.

L'intervento sui meccanismi della riallocazione può dunque costituire uno dei poli di una nuova politica industriale. In sua assenza crescerebbe il rischio che i processi riallocativi vengano ritardati, per avvenire poi in condizioni di emergenza. Ciò potrebbe sottoporre a pressioni straordinarie il sistema del credito, con effetti negativi in termini di efficienza e per il suo stesso processo di liberalizzazione.

Per individuare le inefficienze dei meccanismi riallocativi e gli interventi di riforma necessari non bastano gli indizi fin qui richiamati. Sono necessarie prove e diagnosi. E, prima ancora, un quadro teorico e metodologico per avviare l'indagine. Nel prosieguo di questo scritto si compiono alcuni primi passi in queste direzioni.

Nel paragrafo 2 si delinea un quadro teorico di riferimento per analizzare il nesso fra allocazione del controllo ed efficienza del sistema economico e per comprendere i fattori, legati alla circolazione delle informazioni e alla natura del comportamento degli agenti economici, che possono

ostacolare assetti allocativi efficienti. Recenti sviluppi della teoria economica offrono gli strumenti con cui procedere. Essi verranno brevemente considerati per effettuare poi una tipizzazione degli ostacoli del mercato delle imprese.

Nei paragrafi successivi viene quindi prospettato, in termini generali, un nucleo articolato di "tesi per la ricerca" volte ad analizzare se e quali fattori effettivamente ostacolino in Italia la riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese e quali modifiche istituzionali e ordinamentali possano essere intraprese per ridurre quegli ostacoli. In questo contributo preliminare, si è scelto di prospettare, talora anche solo in modo sommario, tutte le principali questioni che la chiave interpretativa proposta suggerisce di considerare.

## 2. Gli ostacoli alla riallocazione della proprietà e del controllo: un paradigma teorico

Progressi importanti sono stati compiuti negli anni ottanta nell'analisi teorica del comportamento delle imprese, nello studio della interazione strategica<sup>22</sup>, del comportamento finanziario<sup>23</sup>, del ruolo che fattori quali "fiducia", "reputazione" o "cultura imprenditoriale" hanno nello svolgimento delle transazioni all'interno dell'impresa e fra imprese<sup>24</sup>. Tutti questi contributi concorrono ad una

---

22. Per una rassegna, cfr. Tirole (1988).

23. Per un quadro della letteratura sul comportamento finanziario delle imprese successiva al contributo innovativo di Jensen e Meckling (1976), si vedano Harris e Raviv (1990) e Hart (1991).

24. Contributi non convergenti sono venuti da scuole diverse, dentro e fuori l'analisi economica. Si vedano fra gli altri Kreps, Milgrom, Roberts e Wilson (1982), Dore (1983), Lewis e Weigert (1985), Sen (1982, specie i capp. 3 e 4), Kreps (1990).

concezione dell'impresa che si sostituisce a quella inadeguata, meccanicistica<sup>25</sup>, della teoria neoclassica tradizionale. Ma è un quarto filone di studi a offrirci il paradigma teorico di cui abbiamo bisogno per comprendere i fattori che muovono e quelli che ostacolano la riallocazione della proprietà e del controllo.

Si tratta della teoria che, individuando a fondamento del principio di autorità su cui si fonda l'impresa il potere dell'imprenditore di disporre dei suoi beni capitali, propone un'interpretazione della configurazione in imprese del sistema produttivo come allocazione ottimale del controllo. Questa teoria rappresenta il punto di arrivo di una ricerca che, partendo negli anni trenta dalle intuizioni di Coase, è passata per i lavori di Demsetz e, soprattutto, di Williamson, per arrivare nella seconda metà degli anni ottanta al modello di Grossman, Hart e Moore<sup>26</sup>.

La teoria di Grossman, Hart e Moore (d'ora in poi GHM) è formulata nell'ipotesi che controllo e proprietà dell'impresa coincidano; ovvero che per disporre dei beni capitali dell'impresa in qualunque modo non sia espressamente escluso da norme o contratti - per avere il controllo, o diritto residuale di controllo - sia sufficiente e necessario detenerne la proprietà; ovvero disporre della maggioranza dei diritti di voto nell'organo cui è demandato il compito di prendere le decisioni rilevanti per l'impresa e/o di nominare e revocare i suoi amministratori. Come è evidente dall'esperienza di tutte le economie capitalistiche, il controllo può in realtà essere esercitato anche disponendo solo di una quota parziale, talora molto piccola o addirittura nulla,

---

25. Cfr. Mori (1991).

26. Si vedano fra gli altri Coase (1937), Demsetz (1967), Williamson (1985), Grossman e Hart (1986), Hart (1989) e, in particolare, Hart e Moore (1990a).

della proprietà, mentre, in particolari circostanze, alla detenzione della proprietà può non corrispondere l'esercizio del controllo. Torneremo più avanti sulla separazione fra proprietà e controllo, sulla sua principale determinante e sulle sue conseguenze. Per cominciare, nel paragrafo che segue accettiamo in via provvisoria l'identità fra i due concetti: per proprietà si legga allora anche controllo, per proprietario anche controllante; e viceversa.

## 2.1 Una teoria dell'allocazione del controllo

L'attribuzione di diritti di proprietà/controllo rappresenta un modo di regolare l'interazione fra gli individui in condizione di risorse scarse. Ammantato durante la rivoluzione borghese di un carattere di assolutezza per poterlo contrapporre ai diritti assoluti che veniva a sostituire, il diritto di proprietà è poi apparso, ed è stato sancito nelle costituzioni a partire da quella di Weimar, come un diritto relativo. Esso costituisce un vincolo alla libertà individuale che, assieme all'obbedienza alle leggi che regolano l'ordine pubblico, si giustifica per i costi sociali che può evitare: i costi di un conflitto permanente per l'uso delle risorse attraverso l'organizzazione individuale degli strumenti per l'imposizione della forza<sup>27</sup>.

Più precisamente, con riferimento allo schema proposto da von Weizsäcker (1980), l'esistenza di diritti di proprietà limita la libertà di accesso al consumo dei beni esistenti, o "primo livello" dell'attività economica. Questa

---

27. Per una discussione del diritto di proprietà, della sua affermazione in età moderna, della sua natura relativa, o funzionale, si veda Rodotà (1990). Per un esame delle ragioni che giustificano anche in un'ottica strettamente liberale l'esistenza di diritti di proprietà e di uno Stato minimo che li faccia rispettare, si veda Nozick (1974).

limitazione è necessaria affinché si svolga in modo efficiente l'attività economica al "secondo livello" di attività economica: la produzione con le tecniche produttive esistenti. L'assenza di diritti di proprietà scoraggerebbe infatti l'attività di produzione. È invece opportuno che esista libertà di accesso alla proprietà dei beni: che ogni individuo o gruppo di individui abbia l'opportunità di divenire proprietario se ha le capacità per svolgere questo ruolo è anzi, come vedremo, condizione di efficienza.

Ma stabilire che sui beni esistenti debbano esercitarsi diritti di proprietà non serve a stabilire come essi debbano essere allocati fra i membri della società, né se tale allocazione sia rilevante per l'efficienza economica<sup>28</sup>. Se non fosse rilevante, osservava Coase nel 1937, non saremmo in particolare in grado di spiegare perché il capitale fisso di un paese sia ripartito secondo una data mappa proprietaria, in una data configurazione di imprese. La mera esistenza di particolari condizioni tecnologiche, siano esse economie di scala, opportunità di divisione del lavoro o interdipendenze all'interno di teams, non è in grado di spiegare tale mappa (ossia i confini delle imprese): quelle condizioni tecnologiche possono, infatti, essere ricreate, a meno di ipotesi assai particolari di indivisibilità, in qualsiasi configurazione del sistema delle imprese<sup>29</sup>. Da qui il fallimento delle tesi meccanicistiche.

Proprio per spiegare "i confini delle imprese", Coase introdusse, allora, il concetto di costi di transazione; si tratta dei costi che nel realizzare le transazioni attraverso il mercato è necessario sostenere per apprendere e accordarsi sulle condizioni contrattuali, per stipulare i contratti, per

---

28. Il problema è, come noto, lasciato del tutto irrisolto dai teoremi neoclassici del benessere.

29. Su questo punto cfr. Hart (1989) e Tirole (1988).

farli rispettare. Nelle transazioni che hanno luogo all'interno dell'impresa questi costi vengono meno; che cosa, come e quanto produrre vengono stabiliti e attuati grazie alla "relazione di autorità" che lega i lavoratori dipendenti all'imprenditore.

Da allora, l'analisi teorica si è incentrata sulla ricerca dei fondamenti di questa relazione di autorità<sup>30</sup>. La nuova teoria dei diritti proprietari riconosce questi fondamenti proprio nel diritto di controllare il capitale. In sintesi, tale controllo, spostando a favore del proprietario il potere contrattuale nella distribuzione dei ritorni del processo produttivo, accresce le sue garanzie e ne incentiva il contributo al processo stesso; contemporaneamente, vengono disincentivati gli altri produttori non proprietari. L'allocazione della proprietà è efficiente quando i benefici del primo effetto superano le conseguenze negative del secondo. Vediamo di cogliere le premesse e i principali contenuti di questa teoria.

Tre sono le caratteristiche delle transazioni economiche sul cui riconoscimento la nuova teoria poggia: la non verificabilità delle informazioni, ovvero l'incompletezza dei contratti; l'eterogeneità degli individui e dei capitali; il ruolo degli investimenti in capitale umano nello sviluppo economico.

I contratti sono in generale incompleti perché le parti di una transazione economica non si accordano ex ante per contratto su tutte le azioni da compiere e sull'uso dei beni in ogni specifica, possibile circostanza che potrebbe avere luogo in futuro. Anche supponendo che le parti siano in

---

30. Per un esame della letteratura, in particolare dei contributi di Simon, cfr. Mori (1991); cfr. anche Grillo (1991).

grado di prevedere ogni possibile eventualità futura rilevante per la transazione, esse non sono infatti in grado di - ovvero trovano infinitamente costoso - accordarsi preventivamente sulle azioni da compiere in ognuna di queste eventualità e, soprattutto, di descrivere il contenuto dell'accordo in modo verificabile da terzi: che è quanto un contratto richiede<sup>31</sup>.

Questa incompletezza dei contratti, che pervade tutte le transazioni economiche, costituisce un disincentivo per gli individui a impegnarsi nel processo produttivo. L'allocazione della proprietà, ossia l'organizzazione in imprese, consente di mitigare questo problema. Per comprendere la natura del disincentivo e il modo di operare dello strumento "proprietà", occorre introdurre i due altri ingredienti della teoria.

L'ipotesi di eterogeneità è stata di recente reintrodotta nella teoria economica dal contributo di Oliver Williamson, ma la sua essenza è nella teoria dell'impresa di Schumpeter. I capitali e, in particolare, gli individui non sono, in generale, pienamente sostituibili, ossia presentano caratteristiche specifiche che li rendono sostituibili solo a un costo. Fra capitali e fra individui e fra insieme di capitali e di individui si stabiliscono rapporti di complementarità, che danno vita a una vera e propria "rete di interdipendenze tecnologiche": i beni capitali vengono costruiti con date caratteristiche, localizzati in un dato sito, per soddi-

---

31. Il concetto di non verificabilità differisce da quello di razionalità limitata. Nel primo caso, si assume che i soggetti dispongano di tutta l'informazione possibile, anche se l'impossibilità di descriverla impedisce di farne uso nei contratti. Rispetto all'ipotesi di razionalità limitata, quella di non verificabilità consente di preservare l'apparato analitico della massimizzazione, perché è noto ai soggetti l'insieme delle alternative fra cui ricercare quella più conveniente.

sfare le esigenze produttive di uno specifico insieme di altri capitali e di individui; gli individui maturano, attraverso la propria formazione e attraverso l'interazione (nella produzione o nel consumo) con dati capitali e individui, capacità specifiche di natura "tacita" - di eseguire determinati lavori manuali, di identificare problemi e soluzione a essi, di organizzare il lavoro proprio e di altri, ecc. - che essi possono "trasmettere" agli altri solo nel vivo processo produttivo<sup>32</sup>. Tali capacità, da un lato, sono utili agli altri individui e capitali, nel senso che il loro contributo accresce il rendimento produttivo di questi ultimi; dall'altro, beneficiano, nei frutti che esse producono, del contributo di capacità degli altri individui e capitali.

Con Hart e Moore (1990a), definiremo con il termine di "coalizione" un insieme di individui fra loro tecnologicamente interdipendenti. Esso comprenderà, oltre agli individui coinvolti in un dato processo produttivo verticalmente integrato (che dunque lavorano assieme o trattano beni a stadi diversi del processo), anche i consumatori finali di quanto viene prodotto in quello specifico processo.

Infine, la nuova teoria dei diritti proprietari riconosce il ruolo centrale nello sviluppo economico dell'innovazione e, segnatamente, degli investimenti in capitale umano che gli individui realizzano nel corso del processo produttivo per sfruttare le proprie specifiche capacità: apprendimento o sviluppo di una procedura o una tecnica, impegno per comprendere le cause di un difetto di produzione o un limite nell'organizzazione del lavoro, studio di nuovi materiali o

---

32. Il riferimento è al concetto di conoscenza tacita che non può essere trasmessa, cioè venduta, "sotto forma di un elenco di istruzioni" (cfr. Polanyi, 1958).

delle reazioni del mercato. Non, dunque, la cura con cui ogni individuo esegue il proprio lavoro date le proprie conoscenze, ma l'impegno con cui egli si applica, date le proprie capacità, ad ampliare le proprie conoscenze per il successivo impiego nel processo produttivo. Gli investimenti in capitale umano rappresentano il fondamento del processo innovativo; essi arrecano un contributo essenziale all'efficienza del processo produttivo. Per loro natura, non sono verificabili: non è cioè possibile descrivere contrattualmente in quale insieme di azioni verificabili essi si sostanzino.

Questi tre fattori - incompletezza dei contratti, eterogeneità e investimenti innovativi - si combinano nel dare luogo alla nuova teoria dell'allocazione dei diritti di proprietà<sup>33</sup>. Essa assume il tradizionale, restrittivo<sup>34</sup>, principio di razionalità, secondo il quale gli individui operano scelte volte a massimizzare il proprio benessere. Il concetto di benessere è peraltro piuttosto esteso: per esso non si intende solo quello che deriva dal rendimento monetario delle proprie azioni; benessere sono anche i benefici personali (perquisites nel corrente dibattito anglosassone) cui il proprio ruolo nel processo produttivo consente di accedere (servizi esclusivi, vantaggi nell'ambiente di lavoro, prestigio sociale).

A causa della rete di interdipendenze tecnologiche che lega gruppi di individui e di capitali appartenenti a una data coalizione, ogni individuo si trova a disporre, nei confronti degli altri membri della coalizione, di un qualche potere contrattuale: il potere associato alla minaccia di non prendere parte al processo produttivo (se si tratta di un consumatore: di non consumare). Tale potere sarà tanto mag-

---

33. Il modello cui si fa riferimento è quello proposto da Hart e Moore (1990a).

34. Cfr. Sen (1987).

giore quanto più elevato è per gli altri il costo della sua sostituzione in quel processo. Il sistema di poteri contrattuali incrociati - le "rendite di monopolio" bilaterali - che ne deriva riduce la misura in cui ogni individuo può beneficiare dei frutti dei propri investimenti ex ante in capitale umano, poiché ogni altro individuo potrà pretendere una rendita su questi frutti. Come scrivono Hart e Moore (1990a), quando un individuo accresce il proprio impegno innovativo, una parte della propria accresciuta produttività verrà dispersa nella successiva contrattazione (p. 1130).

Se non esistessero limitazioni alla possibilità di scrivere contratti pienamente verificabili, alla rete di monopoli bilaterali che disincentiva l'impegno innovativo si potrebbe porre totale rimedio. In anticipo, prima che gli individui investano nel proprio capitale umano, si stabilirebbe per contratto chi prenderà parte al processo produttivo in ogni possibile circostanza, o, che è lo stesso, si stabilirebbero quali e quanti investimenti in capitale umano devono essere realizzati da ogni individuo, e si fisserebbe la struttura delle remunerazioni coerente con tali investimenti. Comunque sia, il problema che ha origine dall'eterogeneità sarebbe risolto e si conseguirebbe una situazione di efficienza: per data distribuzione delle capacità fra gli individui<sup>35</sup> e per dato stock di capitale, la massimizzazione delle utilità individuali condurrebbe a realizzare investimenti individuali in capitale umano tali da rendere massimo il benessere sociale (ottimo o first best), definito secondo il tradizionale criterio paretiano.

L'incompletezza dei contratti impedisce questa soluzione. Dal momento che non è possibile togliere agli indivi-

---

35. In questo modello la distribuzione delle capacità svolge la stessa funzione della distribuzione data degli endowments nel modello walrasiano tradizionale.

dui il potere contrattuale con il quale essi finiscono per disincentivare l'investimento in capitale umano degli altri individui, non resta che tentare di allocare questo potere in modo da ridurre i disincentivi e la perdita di efficienza: è proprio questo il ruolo che svolge l'allocazione dei diritti di proprietà sui beni capitali. Il controllo di un bene capitale concede ex ante al proprietario il diritto di impiegare ex post quel bene in qualsivoglia modo (non espressamente vietato da una previsione contrattuale o normativa) egli desideri impiegarlo; gli garantisce, cioè, che qualunque circostanza abbia luogo egli non possa essere escluso dall'uso di quel bene e possa, al tempo stesso, escluderne tutti gli altri individui. Ciò accresce il suo potere contrattuale nei loro confronti. La maggiore garanzia di beneficiare ex post del frutto dei propri investimenti ex ante che deriva da questo accresciuto potere incentiva il proprietario-controllante a realizzare tali investimenti, avvicinando il suo comportamento a quello efficiente che si avrebbe se i contratti fossero completi. Effetto opposto si ha ovviamente sui soggetti della coalizione che non esercitano il controllo, i cui investimenti ex ante in capitale umano sono ulteriormente disincentivati. Impresa è l'insieme di capitali sottoposti al controllo di un unico soggetto e dei lavoratori che con quei capitali lavorano.

Data esogenamente la distribuzione delle capacità fra i membri della società, le interdipendenze tecnologiche e il potenziale di investimenti in capitale umano di ogni allocazione proprietaria è efficiente (ottimale) se il controllo è nelle mani di coloro la cui sostituibilità nel processo produttivo è minima e il cui contributo al surplus

totale attraverso i propri investimenti ex ante è massimo<sup>36</sup>.

È chiaro da questi cenni che secondo la nuova teoria dei diritti proprietari, l'allocazione efficiente della proprietà e del controllo non assicura la massima efficienza (first best), ossia l'efficienza che si avrebbe se non vi fosse incompletezza informativa. In primo luogo, la proprietà non dà in generale al proprietario un potere contrattuale tale da incentivarlo a realizzare ex ante il volume ottimale di investimenti: infatti, egli può condizionare le azioni ex post degli altri soggetti non proprietari coinvolti nel processo produttivo, ma in una società non schiavista non può controllarle pienamente. Egli non può impedire ai non proprietari di abbandonare (o meglio di minacciare di abbandonare) il processo produttivo: ai consumatori (individui o imprese) sulle cui caratteristiche specifiche è "tagliata" la produzione, di non comprare; ai lavoratori non perfettamente sostituibili, di lasciare l'azienda. Questi soggetti conservano, dunque, un potere contrattuale. In secondo luogo, i non proprietari sono, come detto, disincentivati dal realizzare i propri investimenti ex ante.

## 2.2 Alcune estensioni della teoria

Affinché la teoria GHM dell'allocazione ottimale della proprietà e del controllo possa essere impiegata come strumento per analizzare il modo di operare e gli ostacoli del mercato dove la proprietà e il controllo vengono allocati sarebbe necessario estendere questa teoria in almeno quattro direzioni: per individuare se essa si presti a prevedere

---

36. Si noti ancora l'assonanza di questa conclusione col modello schumpeteriano di impresa, dove l'imprenditore ha la capacità, che altri non hanno, di organizzare altri produttori e di sollecitare e gestire il cambiamento dei processi produttivi.

l'effetto di determinate modifiche della tecnologia sull'allocazione del controllo e sul suo grado di accentramento; per dare conto della possibilità che fra tecnologia e allocazione del controllo esista anche una relazione inversa, dalla seconda alla prima; per individuare quale nesso vi sia fra proprietà e altri strumenti di governo delle transazioni; e, infine, per interpretare la separazione fra proprietà e controllo. In quanto segue, vengono presentate alcune riflessioni assai generali su queste quattro estensioni.

La prima estensione riguarda gli effetti sull'allocazione proprietaria delle attuali tendenze tecnologiche. È giudizio diffuso che sia in atto da diversi anni la tendenza a una crescente integrazione, non sequenziale ma in tempo reale e con scambio bilaterale di informazioni, fra gli stadi del processo produttivo: fra ingegneri impegnati in aree diverse di ricerca o di programmazione; fra ricerca, progettazione e produzione sperimentale; fra direzione ed esecuzione; fra produzione e distribuzione. A favorire queste tendenze sarebbe lo sviluppo di reti informatiche e di telecomunicazione in grado di diffondere e rendere più accessibili le informazioni. A richiederle sarebbero la necessità di verificare e accomodare rapidamente la reazione del mercato a nuovi prodotti, di aggiustare con prontezza e flessibilità la quantità e la qualità della produzione all'evoluzione della domanda, in presenza di scorte sempre più modeste, di individuare e correggere difetti nei prodotti o nell'organizzazione del lavoro i cui effetti divengano manifesti in fasi diverse da quelle in cui hanno luogo. Il coordinamento continuo fra le diverse unità operative richiederebbe - e sarebbe a sua volta incoraggiato da - una diffusione di conoscenze fra tutti i partecipanti al processo produttivo: un numero crescente di individui che fanno parte della "coalizione" dovrebbe acquisire, attraverso lo scambio di informazioni o in modo tacito (nel vivo del lavoro) una qualche conoscenza

specialistica indispensabile nel processo produttivo<sup>37</sup>.

Non è possibile escludere che, oltre a effettive tendenze tecnologiche, si assista oggi anche a una crescente consapevolezza da parte degli studiosi e degli operatori di caratteristiche non nuove dell'organizzazione del lavoro. Il loro emergere ne sta, comunque, sollecitando la diffusione. In sezioni rilevanti del sistema industriale, si va così realizzando l'evoluzione da un modello che era stato definito "fordista" a uno che è stato detto "toyotista" (con riferimento all'organizzazione produttiva delle fabbriche Toyota)<sup>38</sup>. Vi si accompagnerebbe, sotto alcune condizioni, uno spostamento della struttura delle imprese verso la piccola dimensione<sup>39</sup>.

La teoria dell'allocazione dei diritti di proprietà consente ora di valutare in modo rigoroso l'effetto di queste tendenze tecnologiche sull'efficacia della proprietà come strumento di governo delle transazioni economiche e sulla configurazione del sistema delle imprese.

In primo luogo, l'efficacia della proprietà, misurata dal divario fra il livello di efficienza garantito dall'allocazione proprietaria ottimale e l'efficienza che si avrebbe se i contratti fossero completi, si riduce. Infatti, la dif-

---

37. Per un esame approfondito di questi aspetti e una ricognizione della letteratura sul tema cfr. OECD (1990, specie l'introduzione e i capp. 2 e 4). Si vedano anche Piore e Sabel (1984), Regini e Sabel (1989) e Aoki (1990). Nel giudizio degli stessi imprenditori la realizzazione di questo coordinamento è essenziale per la capacità competitiva delle imprese (cfr. Romiti, 1990).

38. Cfr. Piore e Sabel (1984), OECD (1990), Aoki (1990) e Womack, Jones e Roos (1990). Per una discussione dei principi del fordismo cfr. anche Braverman (1974).

39. Cfr. ancora Piore e Sabel (1984).

fusione delle conoscenze fra tutti coloro che partecipano al processo produttivo (soprattutto produttori, ma anche consumatori, tutti membri delle "coalizioni") e l'addensarsi della rete di interdipendenze tecnologiche - aumento del numero di soggetti che hanno la capacità di fornire contributi non pienamente sostituibili al processo stesso - producono due risultati: si diffonde il potere associato alla minaccia di non prendere parte al processo produttivo, cui la proprietà pone solo parziale rimedio; cresce il numero di soggetti che sono disincentivati a realizzare investimenti in capitale umano dal fatto di non detenere la proprietà e cresce l'effetto di tale disincentivo. Da questi risultati discende anche che, in particolari condizioni, l'allocazione proprietaria ottimale è più decentrata: la struttura dimensionale ottimale del sistema delle imprese tende cioè a spostarsi verso la piccola dimensione<sup>40</sup>.

La seconda estensione riguarda l'ipotesi della teoria dei diritti proprietari secondo cui la distribuzione delle capacità e le interdipendenze tecnologiche sono date esogenamente. È necessario chiedersi se e in quale misura queste caratteristiche tecnologiche dipendano in realtà dalla stessa allocazione della proprietà del capitale fisso e dalla natura delle regole e delle istituzioni che costituiscono il mercato della riallocazione proprietaria.

Che il "contesto istituzionale" - le norme, l'azione dello Stato, l'assetto del sistema educativo, la struttura del sistema finanziario, ecc. - influenzi le "traiettorie" del progresso tecnico, è una tesi nota<sup>41</sup>. Indipendentemente da questa linea di ricerca, è stato suggerito da Pagano (1991)

---

40. Risultati preliminari in questa direzione sono presentati in Barca e Sabel (1990).

41. Per una rassegna, cfr. Dosi (1988). Si veda anche OECD (1990).

che la struttura dei diritti proprietari che prevale nelle società capitalistiche<sup>42</sup> influenza l'organizzazione del lavoro e le tecnologie, da cui la stessa struttura per altro verso dipende. L'analisi fin qui svolta consente ora di chiedersi in quale modo e misura l'allocazione della proprietà delle imprese possa influenzare il grado di diffusione delle capacità fra gli individui e la rete di interdipendenze tecnologiche.

Gli investimenti in capitale umano di un individuo, il volume dei quali dipende - proprio secondo la nuova teoria dei diritti proprietari - dall'allocazione della proprietà e del controllo, influenzano in realtà non solo l'efficienza del sistema produttivo ma la stessa capacità e sostituibilità di quell'individuo, cioè i parametri tecnologici che la teoria considera esogeni. Se si assume che questa influenza è rilevante si può, allora, argomentare che, qualora ostacoli del mercato riallocativo ritardino l'aggiustamento di un'allocazione non ottimale, questa può divenire col tempo ottimale - giustificare se stessa, come suggerisce di nuovo Pagano (1991) - attraverso la modifica dei parametri tecnologici. Un intervento pubblico di riforma dell'ordinamento diviene allora necessario affinché ogni individuo possa avere l'opportunità di acquisire le capacità che possono farne un "proprietario": a beneficiarne possono essere, a un tempo, efficienza ed equità del sistema economico.

Con la terza estensione si tratta di riconoscere e interpretare la funzione di altri strumenti di governo delle transazioni che si affiancano alla proprietà.

---

42. Pagano sembra intendere con ciò la concentrazione della proprietà delle imprese nelle mani di un numero assai limitato di soggetti che vi svolgono una funzione manageriale.

L'esercizio di diritti residuali di controllo è stato sin qui considerato come il solo elemento costitutivo dell'impresa. Ma l'impresa è anche altro. È il crocevia di una fitta rete di relazioni fra i soggetti interni ed esterni a essa: contrattuali; di fiducia - ossia fondate sulla convinzione di una o entrambe le parti della transazione che l'altra parte terrà un comportamento cooperativo e non sfrutterà il proprio potere contrattuale; fiduciarie - ossia fondate sull'impegno legalmente sanzionabile di una parte della transazione ad "agire nell'interesse" dell'altra parte.

Pregio notevole della teoria GHM è quello di non sostenere che la proprietà-controllo possa risolvere per intero i problemi che scaturiscono dall'incompletezza dei contratti; l'efficacia della proprietà può anzi essere, per particolari condizioni tecnologiche, anche assai modesta. Gli strumenti "extra-proprietari" possono quindi essere interpretati anche<sup>43</sup> per la funzione che essi svolgono nel colmare i limiti della proprietà: nell'offrire, ad esempio, al proprietario garanzie ulteriori circa il comportamento dei non proprietari - oltre quanto la proprietà può garantire; o, viceversa, nell'offrire al non proprietario garanzie che il proprietario non farà uso dell'intero potere contrattuale che la detenzione del controllo gli concede.

La ricerca lungo queste linee deve approfondire la natura dei due strumenti extra-proprietari cui si è fatto cenno. Per i doveri fiduciari, la diffusa esperienza americana offre un terreno fertile per l'analisi<sup>44</sup>. Per la fiducia, due sono le strade imboccate per darne conto: la

---

43. Questi strumenti possono servire a risolvere anche problemi legati all'asimmetria informativa fra i diversi soggetti coinvolti nell'impresa, aspetto che qui non consideriamo.

44. Per alcuni risultati preliminari, si veda Barca e Felli (1992).

prima ne riduce il concetto a quello di reputazione, maturata attraverso un'interazione ripetuta fra le parti nel tempo e ha incontrato ostacoli interpretativi assai robusti<sup>45</sup>; la seconda, più promettente ma esplorata in modo assai meno profondo, pone a fondamento della fiducia la sostenibilità morale delle motivazioni e dei risultati dell'operare degli individui, il "valore in sé" delle proprie azioni<sup>46</sup>.

La necessità di strumenti extra-proprietari diventa particolarmente cogente quando si rimuova l'ipotesi di identità fra proprietà e controllo propria del modello GHM e che abbiamo sin qui mantenuto. È questa la quarta e ultima estensione che dobbiamo considerare.

Identificata, assai prima di Berle e Means, da Marx nel terzo libro del Capitale, discussa da Veblen e chiarita da Hilferding<sup>47</sup>, la separazione fra proprietà e controllo non è una complicazione empirica, una caratteristica che si incontra in particolari condizioni, in alcune economie. Essa rappresenta un elemento costitutivo di una fascia ampia di imprese di tutte le economie capitalistiche. Di tale separazione mutano, anche radicalmente, le manifestazioni: la public company anglosassone; i gruppi piramidali o incrociati di alcune economie europee continentali; le imprese o i gruppi a forte partecipazione bancaria della Germania e di alcune economie asiatiche. Ma comune a questi e ad altri modelli è il fatto che la detenzione di diritti di proprietà, mentre assicura un diritto patrimoniale - diritto a un dato flusso di rendimenti - non è più sufficiente, al limite necessaria, per esercitare i diritti residuali di controllo;

---

45. Cfr. in particolare Kreps, Milgrom, Roberts e Wilson (1982), Fudenberg e Tirole (1989).

46. Si vedano Sen (1982 e 1987) e Stiglitz (1985).

47. Cfr. Marx (1959, vol. III, pp. 436-37), Hilferding (1910, cap. 7), Veblen (1964), Berle e Means (1933).

e che per esercitare il controllo, oltre ai diritti di proprietà, al limite al posto di essi, si richiede il ricorso a strumenti extra-proprietari (relazioni di fiducia, norme statutarie per limitare o potenziare i diritti di voto, accordi di sindacato).

Due sono i problemi cui la separazione fra proprietà e controllo può dare soluzione: la convenienza economica della proprietà comune; la separazione fra patrimonio di capacità umane e ricchezza, ossia l'indisponibilità di fondi necessari all'acquisizione della proprietà da parte del controllante in pectore. È questa seconda la determinante che intendiamo approfondire.

Per colmare il divario fra ricchezza e capacità e realizzare un'allocazione efficiente del potere di comando sull'attività produttiva è necessario un sistema di finanziamento che conceda ai controllanti in pectore i mezzi per esercitare il controllo. Forme canoniche di questo finanziamento sono il capitale di debito e il capitale di rischio. È con il secondo che si realizza una vera e propria separazione fra proprietà e controllo, perché si affiancano al proprietario-controllante soggetti proprietari non controllanti. Ma in entrambi i casi, la raccolta di finanziamento richiede l'offerta da parte del controllante di garanzie ai finanziatori: ne derivano forme di condizionamento del controllo. La ragione principale di queste garanzie sta nel fatto che i controllanti possono utilizzare il loro potere per accrescere il proprio benessere a danno di quello dei finanziatori<sup>48</sup>, possono, cioè, abusare del controllo; e che tale eventualità può essere solo parzialmente evitata facendo ricorso a previsioni

---

48. Si vedano in particolare Aghion e Bolton (1989), Hart (1991), Hart e Moore (1990b, 1991). Per una rassegna della letteratura, cfr. anche Harris e Raviv (1990).

contrattuali e alle relative sanzioni.

I finanziatori devono dunque essere garantiti non da scelte marginalmente diverse del controllante, ma dallo sfruttamento di rendite anche assai rilevanti. Per fornire tali garanzie, sono necessarie regole che contengano le possibilità di abuso, limitando il controllo o prevedendone sotto date condizioni il trasferimento, e istituzioni che attuino quelle regole ed effettuino la supervisione dei controllanti.

La natura delle regole è diversa per il capitale di debito e di rischio. Nel primo caso, il finanziatore beneficia di un "potere condizionale di controllo", che scatta qualora il controllante non onori gli impegni di rimborso e di remunerazione dei fondi anticipati alle scadenze prefissate<sup>49</sup>. Nel caso del capitale di rischio, il finanziatore-proprietario è garantito dalla sua stessa capacità di supervisione, dai doveri fiduciari del controllante nei suoi confronti e/o dal diritto di vendita delle proprie azioni. Attraverso quest'ultimo strumento, il mercato offre tutela all'azionista non controllante perché, se il controllante detiene una quota minoritaria della proprietà, egli viene sottoposto al rischio di perdere il controllo qualora la proprietà delle azioni disperse si concentri nelle mani di uno scalatore.

Perché il mercato funzioni esso richiede: a) un insieme di regole concernenti la disponibilità e la circolazione di informazione e le modalità della compravendita dei titoli proprietari; b) una rete di istituzioni, finanziarie e non, che consenta l'attuazione di quelle regole e che sottoponga i controllanti a un costante

---

49. Cfr. Stiglitz (1985).

vaglio<sup>50</sup>. A questo scopo queste istituzioni devono essere insider, devono cioè avere con gli imprenditori relazioni personali ripetute nel tempo che consentano loro di conoscerne le capacità e l'operato e di esercitare un'influenza sulle scelte, specie in momenti di crisi. Le banche commerciali soddisfano questo requisito. Ma anche altre istituzioni finanziarie - banche universali, banche d'affari, investitori istituzionali - e non finanziarie - studi legali, società di certificazione contabile, studi commerciali - possono acquisirlo. Queste istituzioni possono svolgere un ruolo fondamentale nel garantire i proprietari non controllanti secondo le tre modalità indicate: direttamente (cioè attraverso la presenza nei consigli di amministrazione o in altri organi societari), attraverso il ricorso all'autorità giudiziaria, attraverso il mercato.

Al variare delle economie capitalistiche variano sia gli assetti di controllo con cui si è risolto il problema della separazione fra proprietà e controllo - public companies, assetti fondati su relazioni familiari o su accordi fra proprietari controllanti e non controllanti, assetti dove quote rilevanti della proprietà sono detenute da istituzioni finanziarie - sia le istituzioni finanziarie e non che assicurano la supervisione - banche di investimento, studi legali e investitori istituzionali negli Stati Uniti, banche universali in veste di mediatori fra interessi diversi in Germania, società di certificazione, fondi pensione e banche d'affari in Gran Bretagna. L'efficienza dei sistemi cui questi assetti, queste regole e queste istituzioni danno vita deve essere valutata in base alla capacità di trovare un punto di equilibrio efficiente fra tutela degli interessi patrimoniali dei finanziatori e certezza del controllo per

---

50. L'idea che gli imprenditori possano acquisire il comando sulla produzione sottoponendosi al vaglio di "istituzioni sociali" è tipico del pensiero di Schumpeter (cfr. su questo punto De Vecchi, 1992).

l'imprenditore.

In un mondo in cui l'informazione è incompleta, le interferenze sui controllanti sono infatti affidate a segnali "sporchi": è cioè possibile che limitazioni, se non proprio sottrazioni, del controllo abbiano luogo anche quando non ve ne è ragione, ossia in circostanze dove l'allocazione del controllo è ottimale e il controllante non ha abusato del suo potere. Tale eventualità e quella parallela, di mancato intervento quando esso sarebbe motivato, rendono l'attribuzione del controllo incerta: rispetto al modello di riferimento, il fatto di non sapere per certo ex ante di potere disporre liberamente del capitale costituisce un disincentivo per l'imprenditore-controllante a investire in capitale umano. Parallelamente, l'incertezza di essere garantiti scoraggia i finanziatori dal finanziare, ovvero accresce il suo costo: ciò può riflettersi nel mancato finanziamento di allocazioni efficienti del controllo. Quanto meno forti sono le condizioni da verificare perché l'interferenza sul controllo abbia luogo, tanto meno efficace è lo strumento del controllo. Quanto più forti le condizioni, tanto più disincentivati i finanziatori.

### 2.3 Gli ostacoli alla riallocazione

Le linee interpretative sin qui presentate non sono tali da offrire modelli "testabili": il nesso fra tecnologie e allocazione è complesso e tale da scoraggiare nel modo più assoluto la tentazione di giudicare la bontà di ogni data allocazione; e così non vi è modo di confrontare il grado di efficienza di due sistemi finanziari e di controllo che offrano soluzioni diverse al trade-off fra certezza del controllante e tutela dei finanziatori. Ma quelle linee forniscono strumenti per affrontare in modo unitario la questione della riallocazione della proprietà e del controllo

delle imprese sollevata in questo scritto.

Innanzitutto, viene dato fondamento alla proposizione, che sarebbe altrimenti un assioma, secondo cui "l'allocazione del controllo delle imprese conta" e si mostra in quale modo essa conta. Viene così, in primo luogo, giustificato il punto di partenza stesso di queste note, ossia che nel valutare come accrescere l'efficienza del sistema economico è rilevante analizzare il sistema di regole e istituzioni preposto all'allocazione del controllo. A parità di patrimonio di capacità umane e di sua distribuzione fra gli individui, l'efficienza economica di due paesi può essere radicalmente diversa in conseguenza dell'efficienza del mercato che alloca il comando sulla produzione a quegli individui.

L'analisi dei processi di riallocazione delle imprese trova inoltre un suo quadro di riferimento teorico unitario. La causa prima dello "scambio di imprese" - acquisizioni, dismissioni, fusioni, smembramenti e concentrazioni - viene identificata nel cambiamento dei fattori da cui dipende l'allocazione efficiente del controllo: conoscenze e grado di sostituibilità dei produttori, interdipendenza tecnologica fra individui e capitali. Dal giudizio che sono in atto trasformazioni che toccano in modo rilevante questi fattori discende, ad esempio, la tesi che la domanda potenziale di riallocazione è oggi crescente.

Diviene infine possibile analizzare i fattori che possono ostacolare la riallocazione del controllo.

Nel modello GHM, di ostacoli all'allocazione efficiente del controllo non ve ne sono. Si suppone che, se l'allocazione fosse inefficiente, sarebbe conveniente per tutti i soggetti riattribuire il controllo in modo

efficiente, ripartendosi i benefici che ne derivano<sup>51</sup>. È questa, evidentemente, un'ipotesi di lavoro; fatta per potere studiare in vitro quali forze governino l'allocazione del controllo. Che essa non possa costituire un descrizione plausibile della realtà, lo suggeriscono le stesse premesse teoriche del modello GHM: se vi è incompletezza contrattuale, è presumibile che essa riguardi anche quella particolare categoria di transazioni economiche costituite dalla compravendita di imprese.

Gli ostacoli che rendono vischioso il mercato delle imprese, che ne provocano il fallimento nel produrre un'allocazione ottimale del controllo, sono gli stessi che esistono nel mercato di qualunque bene, legati all'informazione sull'esistenza e sulla qualità del bene stesso. A essi si aggiungono quelli derivanti dalla natura particolarmente complessa del "bene-impresa", dalla scarsa negoziabilità degli strumenti extra-proprietari cui è spesso necessario ricorrere per esercitare il controllo, dalla separazione fra proprietà e controllo con le connesse possibilità di razionamento dei finanziamenti per le acquisizioni. Pare utile raggruppare questi ostacoli in sei tipologie.

Gli ostacoli del primo tipo riguardano la circolazione e la trasparenza delle informazioni relative alle caratteristiche tecnologiche rilevanti per la riallocazione. Il trasferimento del controllo può non avere luogo perché il "controllante ottimale" non viene neppure a sapere dell'esistenza di un'attività produttiva (date macchine e dati individui che già costituiscono o potrebbero costituire un'impresa) "adatta alle proprie caratteristiche", né il controllante attuale viene a sapere dell'esistenza di un potenziale acquirente. Si tratta del rilassamento

---

51. Cfr. Hart e Moore (1990a), p. 1131.

dell'ipotesi del modello GHM secondo cui tutti i membri di una "coalizione" sono pienamente informati. Affinché un mercato per lo scambio dei diritti di proprietà esista è necessaria la presenza di intermediari che sfruttino le opportunità di profitto associate alla possibilità di realizzare "combinazioni" efficienti fra individui e capitali. Quando anche l'informazione circoli e l'opportunità sia nota ai soggetti interessati, l'acquirente potenziale può conoscere solo in modo parziale l'impresa acquisenda: l'acquisto può essere scoraggiato dall'impossibilità di quest'ultimo di garantirsi per contratto, in modo esaustivo, dall'insorgere di "sorprese"<sup>52</sup>.

Una seconda classe di ostacoli alla riallocazione è associata alla separazione fra proprietà e controllo.

In primo luogo, grazie alla possibilità di abusare del controllo, ad esempio di agire in modo da favorire altre imprese di cui detenga la proprietà, il controllante può trovare conveniente mantenere il controllo di un'azienda che pure beneficerebbe dalla cessione del controllo. Questa situazione può avere luogo sia in un'impresa privata dove al controllante si affianchino nella proprietà gli azionisti di minoranza, sia in un'impresa pubblica dove l'autorità politica anziché vigilare sull'operato dei dirigenti-controllanti colluda con essi. In secondo luogo, riallocazioni efficienti che richiedono un finanziamento esterno dell'acquirente possono evidentemente essere ostacolate dalla carenza di strumenti di tutela dei finanziatori. Ostacoli possono infine venire dall'impiego di strumenti extra-proprietari per l'esercizio del controllo, quando questi strumenti siano basati su relazioni informali interpersonali. È il caso dei modelli di controllo familiare, nei quali soggetti esterni alla famiglia non condividono per

---

52. Cfr. Akerlof (1970) e Stiglitz (1985, nota 17).

definizione i valori sui quali la relazione di fiducia è fondata. È il caso dei modelli di controllo che richiedono accordi, formali o informali, fra i diversi proprietari, nei quali per il soggetto che acquista la proprietà da un precedente membro del patto, formale o implicito che esso sia, vi è incertezza circa la possibilità di potere effettivamente subentrare al venditore anche nel ruolo che questi aveva all'interno del patto.

Una terza tipologia di ostacoli deriva dalla possibilità che un attributo fondamentale del diritto di controllo, il diritto di cedere il controllo, subisca limitazioni. I dipendenti, in particolare, possono tentare di evitare la cessione dell'impresa, se ritengono che da essa possa discendere un ridimensionamento del livello di attività. Tale limitazione, oltre che giustificabile in termini di equità, potrebbe anche essere efficiente se essa incentivasse gli investimenti in capitale umano dei dipendenti più di quanto non disincentivi quelli del controllante. Ma la limitazione può anche ridurre notevolmente l'efficienza, impedendo riallocazioni ottimali: sarà questo il caso quando le mansioni dei dipendenti sono altamente standardizzate e le loro capacità sostituibili senza costo.

Nel caso di proprietà altamente diffusa, la mancata cessione della proprietà può derivare - è la quinta tipologia di ostacoli - da un fallimento di coordinamento. In Grossman e Hart (1982), nessuno dei micro azionisti vende perché ognuno di essi mira a massimizzare i guadagni in conto capitale del takeover, posponendo la vendita rispetto a quella di tutti gli altri. La vischiosità può essere accentuata da previsioni statutarie che pongano limiti alle possibilità di vendita o ai diritti esprimibili di voto.

Ostacoli del quarto tipo alla cessione della

proprietà possono venire da comportamenti non interpretabili con il paradigma utilitaristico, quando il proprietario agisce non solo sulla base del benessere che egli ricava dal risultato delle proprie scelte ma anche sulla base del valore che egli associa alle scelte in sé. Il proprietario può ad esempio decidere di non vendere perché "moralmente impegnato" a non cedere la proprietà: questo caso può essere particolarmente rilevante quando la proprietà è stata acquisita per via successoria. Oppure il proprietario può sentirsi vincolato a ricercare all'interno della famiglia la successione del controllo: ciò può portare a ritardare il momento della riallocazione, magari a costo di perdere l'opportunità di una buona "combinazione"; o può portare, nel breve giro di una o due generazioni, a una frammentazione proprietaria che rende complesso e instabile l'esercizio del controllo.

Gli ostacoli del sesto tipo rivengono non già da "fallimenti del mercato", ma da "fallimenti pubblici", cioè da inefficienze degli strumenti con cui lo Stato stabilisce le procedure per lo scambio delle imprese, regola l'azione degli intermediari della riallocazione, tutela gli interessi degli amministratori o della massima dirigenza<sup>53</sup>. In particolare, le norme che regolano le crisi aziendali possono, da un lato, offrire eccessive assicurazioni preventive alla proprietà, così da non favorire la ricerca di una soluzione di vendita, parziale o totale dell'impresa; dall'altro, una volta avvenuto il fallimento, possono privilegiare in modo esclusivo gli interessi dei creditori non avendo cura per l'allocazione del capitale fisso e dell'impresa in genere.

Gli ostacoli ora individuati possono interagire fra

---

53. La protezione del management con regole di non rimozione rende difficile e costosa la riorganizzazione aziendale e scoraggia la riallocazione proprietaria. Cfr. oltre per un riferimento al caso americano; con riguardo alla Germania, cfr. ancora Franks e Mayer (1990).

loro o presentarsi in sequenza. Dal loro insieme possono derivare ritardi nel processo di riallocazione i cui costi non si limitano ai minori redditi correnti di un'allocazione proprietaria inefficiente. Il prolungarsi nel tempo di un'allocazione subottimale può, infatti, provocare danni a una compagine produttiva di individui e capitali: i membri non proprietari di un'impresa allocata in modo inefficiente possono scegliere di lasciare l'impresa alla ricerca di impieghi più efficienti. Le rigidità che caratterizzano il mercato non garantiscono la reversibilità di tali scelte.

Che questi ostacoli vengano superati dipende dall'ordinamento che regola il mercato e dagli intermediari che vi operano. È su questi aspetti che si concentra l'agenda di ricerca proposta nelle pagine che seguono.

### 3. Tesi per una ricerca

Obiettivo delle "tesi per la ricerca" presentate nei paragrafi 4, 5 e 6 non è quello di valutare il grado di efficienza della proprietà e del controllo nel sistema delle imprese dell'economia italiana. La complessità dei fattori da cui esso dipende - patrimonio di conoscenze degli individui, "interdipendenze tecnologiche" fra essi e fra essi e i capitali impiegati - e la soggettività insita nella loro valutazione sconsigliano perentoriamente di tentare di disegnare a tavolino i tratti di un'allocazione migliore. Due sono, invece, i fini che si possono perseguire.

In primo luogo, si può indagare quali siano gli assetti proprietari e di controllo effettivamente prevalenti in Italia; se e quali fattori ostacolano la riallocazione della proprietà e del controllo; se lo sviluppo e l'azione degli intermediari in questo campo sia carente; se e quali norme che regolano l'azione degli intermediari o, diret-

tamente, la riallocazione in particolari condizioni (crisi aziendali, successioni, espropri) siano inefficienti.

Il secondo obiettivo riguarda la ricerca delle modifiche dell'ordinamento che possano aiutare a rimuovere quegli ostacoli.

Si è osservato prima che in ogni paese il mercato della riallocazione e il coordinamento extra-proprietario sono governati da meccanismi diversi, frutto di una data combinazione di regole e istituzioni. Stante la limitata conoscenza che abbiamo di questi meccanismi e del delicato equilibrio che lega l'operare delle istituzioni e delle regole che li compongono, interventi che tocchino a un tempo più istituzioni e più regole o addirittura si propongano di sostituire alcune istituzioni ad altre - i tribunali alle banche, per esempio<sup>54</sup> - rischiano di fallire o di produrre effetti perversi, non prevedibili. Si può, invece, procedere introducendo in un dato ordinamento riforme, anche profonde, che tocchino specifiche istituzioni e specifiche regole, specie nelle aree dove maggiori sono le conoscenze, preparandosi ad aggiustare l'azione pubblica in base ai risultati prodotti dai primi passi di riforma.

Dell'indagine ora prospettata si presenta nelle pagine che seguono un'agenda, con lo scopo di avviare la discussione e l'analisi sul campo.

L'agenda viene articolata in tre sezioni, corrispondenti ai tre soggetti che operano nel mercato della riallocazione proprietaria: le imprese oggetto di riallocazione;

---

54. Questa sostituzione è condizione indispensabile per il passaggio da un modello germanico a uno anglosassone. Capita che tale profonda trasformazione venga a volte raccomandata senza neppure esplicitarne le indispensabili condizioni istituzionali.

gli intermediari della riallocazione; lo Stato che concorre a regolarla. Obiettivo della prima sezione è individuare l'esistenza e la natura degli ostacoli nelle fattispecie concrete di esercizio del controllo. La seconda sezione riguarda il modo di operare e l'efficienza degli intermediari della riallocazione. La terza sezione tratta dell'azione indiretta e diretta dello Stato, come regolatore e come acquirente-venditore, nel mercato delle imprese.

#### 4. Le imprese: modelli di proprietà e ostacoli alla riallocazione

La natura degli ostacoli che si frappongono alla riallocazione delle imprese è strettamente legata, come visto, al particolare assetto di controllo con cui si dà soluzione al problema della separazione fra proprietà e controllo. L'analisi deve dunque prendere le mosse da una ricognizione dei modelli di controllo prevalenti nelle principali economie industriali e nel nostro paese. La seconda questione da affrontare è quella delle principali fonti del rinnovamento della struttura proprietaria: l'affacciarsi di prospettive di crescita; il rinnovo generazionale. In ultimo, viene considerato un aspetto assai specifico ma assai rilevante: l'accesso alla proprietà da parte di non residenti.

##### 4.1 I modelli di riferimento: dalla public company al gruppo piramidale

L'esistenza di una separazione fra proprietà e controllo richiede che l'analisi dei modi e degli ostacoli alla riallocazione del controllo sia preceduta da una ricognizione di natura giuridica ed economica delle forme concrete con cui il controllo viene esercitato. È necessario a questo scopo andare oltre la sola ricognizione della quota

di voti detenuti da ogni proprietario<sup>55</sup> o anche del grado di dispersione. Occorre, in primo luogo, tenere conto dei "diritti condizionali di controllo" associati ai contratti di debito e di azione. Ma occorre anche considerare se esistano: norme o previsioni statutarie che limitino o rafforzino una parte dei diritti di voto; sindacati di voto o patti di altra natura che vincolino il comportamento di una parte o di tutti i proprietari di riferimento; fattori che favoriscano la collusione strategica di questi ultimi - ovvero vincoli familiari; comune possesso di partecipazioni di rilievo anche in altre imprese; interazione in altre transazioni economiche - limitazioni, de jure o de facto, all'acquisto da parte di un soggetto esterno di una proprietà altamente dispersa.

Nell'esplorare queste forme complesse di realizzazione concreta del controllo, la ricerca può avvalersi dei modelli che l'analisi giuridica e quella economica hanno sin qui disegnato, l'una, ad esempio, nell'esplorare i numerosi concetti di "controllo" che il legislatore ha introdotto in Italia negli ultimi anni<sup>56</sup>, l'altra specie nel comparare le strutture proprietarie di diversi paesi. Ci soffermeremo qui sui modelli economici di controllo, in particolare su quelli della public company - il più ampiamente studiato e utile come metro di riferimento - e del "gruppo piramidale" - centrale per lo studio del caso italiano.

---

55. La volgarizzazione dell'impostazione originaria di Berle e Means ha spinto a individuare soglie delle quote azionarie al di sotto delle quali si dovrebbe presumere la concentrazione del controllo nelle mani del management. In realtà, i due autori americani esaminano in modo approfondito gli strumenti contrattuali (legal devices) o fattuali attraverso i quali alcuni soggetti, anche con quote di proprietà modeste, se non nulle, possono arrivare a esercitare il controllo (cfr. Berle e Means, 1933, cap. 5).

56. Per alcuni riferimenti, cfr. fra gli altri Pavone La Rosa (1991), Barca, Magliocco e Perassi (1992).

Un'impresa è una public company se la proprietà è diffusa fra un azionariato assai ampio, costituito in misura preponderante da non produttori (cioè da individui che non lavorano nell'impresa)<sup>57</sup>, se colui che detiene il controllo è proprietario di una quota "modesta" - al limite nulla - del capitale, e se è concreta la possibilità che soggetti terzi subentrino nel controllo acquistando sul mercato diritti proprietari dispersi, indipendentemente dal consenso dei soggetti che il controllo esercitano in precedenza.

Come in generale nelle proprietà diffuse, il controllo è esercitato da uno o più soggetti - talora anche solo managers, più spesso anche detentori di una quota azionaria apprezzabile<sup>58</sup> - grazie a un rapporto di delega, all'interazione strategica con una parte dei proprietari o al loro assenteismo. Dunque, la public company non è caratterizzata dal modo in cui il controllo viene esercitato, ma dal "modo in cui il controllo viene perso", ovvero da come ha luogo la sua riallocazione: senza necessità, né di un atto di consenso da parte di chi il controllo esercita, né di una revisione di precedenti accordi strategici, bensì attraverso l'acquisto di un numero sufficiente di diritti di voto. Questa possibilità di raccolta è data dall'esistenza di una "borsa valori" efficiente e ampia dove sono fissate le regole della compravendita fra soggetti che non hanno alcuna relazione economica, e dove la negoziabilità dei titoli di proprietà diviene piena ed effettiva. Al sistema di transazioni di titoli delle public companies che ha luogo nella borsa è stato dato il nome di market for corporate control.

---

57. Quando una maggioranza dell'azionariato diffuso è costituita da lavoratori dell'impresa, è più opportuno parlare di proprietà comune.

58. Cfr. lo stesso lavoro di Berle e Means (1933) e per riferimenti recenti, sempre al caso americano, Marck, Shleifer e Vishny (1988).

La quota azionaria, anziché il controllo, concede al piccolo azionista di una public company due diritti: quello che i propri fondi vengano amministrati con diligenza e nel suo interesse da chi esercita il controllo; quello di potere ottenere sotto forma di guadagno in conto capitale, attraverso la vendita a uno "scalatore ostile", i profitti che, per inefficienza o per scelta, gli amministratori dovessero negargli sotto forma di dividendi<sup>59</sup> (il diritto condizionale di controllo prima indicato). È l'esistenza di questi diritti a permettere la sottoscrizione di un capitale azionario cui non si associa l'esercizio del controllo<sup>60</sup>, a permettere alla public company di essere uno strumento per lo sviluppo dell'impresa.

Ma questi diritti stringono la forma proprietaria delle public companies fra due limiti. Se essi sono effettivi, allora il controllo esercitato dai proprietari o dagli amministratori che "controllano" l'impresa è in realtà limitato, essendo essi continuamente esposti al rischio di contestazione in sede legale del proprio operato e alla minaccia di scalate. Il controllo non potrà assicurare i benefici di efficienza che secondo la teoria dei diritti proprietari sono alla base stessa del controllo e della sua allocazione. Questa considerazione dà fondamento teorico alla critica generica che viene spesso rivolta alle public companies, di avere un "orizzonte temporale di breve periodo" (short-termism).

---

59. Per una sintesi del dibattito teorico sulle forme dei titoli di proprietà che meglio possono garantire la riallocazione a uno scalatore capace, cfr. Harris e Raviv (1990).

60. Scriveva Hilferding nel 1910 che la borsa valori "dà al capitale azionario, che in questo modo è ormai 'realizzabile' in ogni momento da parte dei singoli proprietari, il carattere di capitale monetario" (cioè di capitale di debito).

D'altro canto, vi sono ragioni teoriche ed empiriche per ritenere che quei diritti siano in realtà assai limitati. È stato osservato che la vendita delle azioni da parte dei piccoli azionisti in occasione di una scalata è frenata dalla tendenza di ognuno di essi ad attendere il momento in cui trarre il massimo vantaggio dalla vendita<sup>61</sup>. L'esperienza degli anni ottanta negli Stati Uniti, dove il modello della public company conosce la sua massima diffusione, ha inoltre mostrato che entrambi i diritti dell'azionariato diffuso incontrano ostacoli in norme e procedure: per contestare agli amministratori il loro operato, è necessario dimostrare l'esistenza di gravi trascuratezze o di interessi di parte<sup>62</sup>; per scoraggiare o impedire le scalate, sono stati costruiti ostacoli di ogni genere volti ad accrescerne il costo. Colui che esercita il controllo può, infine, effettuare scelte tali da accrescere i costi per l'azienda di una propria sostituzione o da rendere comunque "inappetibile" l'impresa per uno scalatore<sup>63</sup>.

L'affievolirsi delle due garanzie, mentre restituisce ai controllori un controllo pieno, crea ostacoli alla riallocazione della public company. Si tratta degli ostacoli del quinto tipo considerati in precedenza: quelli derivanti dal fatto che il controllore può "privatizzare i guadagni e pubblicizzare le perdite"<sup>64</sup>.

---

61. Cfr. il classico lavoro di Grossman e Hart (1982).

62. L'istituto giuridico della business judgment rule - in base al quale le scelte degli amministratori sono "in generale" corrette - serve proprio a impedire che il timore di essere successivamente contestati scoraggi completamente gli amministratori dal compiere scelte imprenditoriali rischiose.

63. Cfr. von Thadden (1990).

64. Per un esame degli ostacoli alla riallocazione nel market for corporate control, cfr. von Thadden (1990).

È proprio la consapevolezza dello stretto sentiero che esiste fra questi opposti limiti, assieme ai risultati negativi delle medie e grandi imprese americane negli anni ottanta, ad avere suscitato, nel mondo accademico e imprenditoriale americano, un'opinione largamente favorevole a un processo che riporti i proprietari al controllo delle maggiori imprese, che trasformi i "giocatori d'azzardo" (punters) in "proprietari" (proprietors)<sup>65</sup>. Stesso fondamento ha il giudizio sostanzialmente positivo sull'aumento della quota di capitale di debito delle imprese avvenuto negli Stati Uniti lo scorso decennio, che è in larga misura servito proprio a sostituire capitale azionario diffuso<sup>66</sup>. O sul crescente ruolo attivo dei fondi pensioni nei consigli di amministrazione.

Tre sono le direzioni in cui ci si può allontanare dal modello della public company. Riducendo la diffusione della proprietà fino a ritrovare una quasi identità fra proprietà e controllo - è il caso di imprese dove un proprietario detenga una quota tanto elevata dei diritti di voto (al limite, il 51 per cento e oltre) da esercitare autonomamente il controllo. Preservando la diffusione della proprietà, ma affidando agli strumenti extra-proprietari prima considerati, di accordo o di relazione fiduciaria o familiare, il compito di assicurare l'esercizio del controllo. Preservando la diffusione e affidando a uno o più investitori istituzionali o a una o più istituzioni finanziarie il compito di svolgere l'attività di tutela degli interessi degli azionisti non controllanti.

---

65. Cfr. "the Economist" (1990).

66. Cfr. Jensen (1986 e 1988). Il contratto di debito assicurerebbe ai finanziatori maggiori garanzie sull'operato dei prenditori: il "diritto condizionale di controllo" a esso associato, attraverso la minaccia di fallimento, sarebbe più efficiente dei diritti associati al contratto di azione.

Nel primo e nel secondo caso, la riallocazione del controllo richiederà il consenso di chi il controllo già esercita, o almeno, nel secondo caso, una modifica degli accordi contrattuali o degli equilibri strategici esistenti. Ne risulta ridotta la negoziabilità del controllo. Al recupero di una maggiore certezza del controllo corrisponde, inoltre, una tendenza all'erosione dei diritti dei piccoli azionisti che detengano quote di proprietà nell'impresa. La terza soluzione può, invece, costituire un modo per ripristinare tale tutela, sempreché controllante e istituzione "vigilante" non colludano fra loro.

Accanto a queste forme, ve ne è una che assume particolare rilievo nel caso italiano: quella della proprietà pubblica.

Qui a esercitare il controllo sono, come nella public company, managers che devono tuttavia agire nel rispetto di obiettivi propri e "impropri" (cioè estranei agli interessi dell'impresa privata) stabiliti da un'autorità politica<sup>67</sup>. Il modello si differenzia dalla public company soprattutto per gli strumenti che garantiscono i finanziatori - i cittadini tutti - da abusi di controllo da parte del controllante: al posto del mercato e dei doveri fiduciari vi è qui la supervisione a opera dell'autorità politica. Se, tuttavia, questa autorità viene "catturata", dai managers, che la rendono complice dei benefici dei propri abusi, ovvero se l'autorità politica cattura i managers, nominando a svolgere quelle funzioni propri esponenti e concorrendo attivamente al compimento di abusi, viene meno qualunque forma di supervisione.

Un particolare modello proprietario che nel trade-off

---

67. Cfr. il modello teorico delle partecipazioni statali formulato da Saraceno (1975).

fra certezza del controllo e scrutinabilità dei controllori tende a favorire la prima a svantaggio della seconda è, infine, quello del "gruppo piramidale".

Si ha genericamente un "gruppo" quando imprese giuridicamente autonome sono legate fra loro da relazioni di controllo. Questa soluzione organizzativa può in realtà rispondere a un problema che andrebbe tenuto rigorosamente distinto da quello qui in esame: quello di organizzare attraverso un sistema di delega, alternativo alla struttura divisionale di un'unica grande impresa, un insieme di attività comunque soggette al controllo di un dato proprietario. Possono spiegare l'adozione di questa soluzione ragioni legate al sistema di incentivi interni (autonomia e responsabilità dei livelli dirigenziali inferiori, sorveglianza da parte dei livelli superiori), alle opportunità di finanziamento esterno con capitale di debito (stante la natura della responsabilità verso i creditori, limitato all'area dell'impresa giuridica), fiscali, di immagine. Ma legare in un gruppo più imprese attraverso una relazione di controllo può anche consentire a un soggetto di ampliare o consolidare l'area su cui egli esercita il controllo.

In primo luogo, attraverso un sistema di imprese a cascata piramidale (A controlla le imprese  $B_1, \dots, B_n$ ; ogni  $B_i$  controlla le imprese  $C_{i1}, \dots, C_{im}$ ; ecc.), uno o più soggetti possono controllare un insieme di attività economiche assai più vasto di quanto essi potrebbero controllare se quelle stesse attività fossero raccolte in una sola impresa giuridica. Del complessivo capitale sociale versato in tutte le imprese del gruppo quei soggetti possono infatti possedere una quota anche largamente minoritaria. È questa - scriveva Hilferding all'inizio del secolo - "una particolare tecnica finanziaria il cui scopo consiste nell'assicurare col più piccolo capitale possibile il controllo sul più grande

possibile capitale altrui"<sup>68</sup>. Assume dunque particolare rilievo nei gruppi piramidali la questione delle garanzie dei diritti dell'azionariato che non esercita il controllo.

Il gruppo può consentire, in secondo luogo, di articolare su più livelli le occasioni di confronto, di contrattazione, fra gli "azionisti di riferimento". Può così accrescersi la possibilità che essi raggiungano una collusione strategica, ripartendosi il controllo su subsistemi delle imprese di cui sono congiuntamente proprietari, o semplicemente esercitando un'influenza (unilaterale o reciproca) su specifici aspetti delle scelte imprenditoriali.

La discriminazione fra queste due distinte funzioni che il gruppo può svolgere nell'allocazione del controllo e la comprensione dei loro effetti sul grado di concorrenza del mercato della proprietà delle imprese sono assai rilevanti per l'analisi del caso italiano dove questa struttura proprietaria è prevalente nel sistema delle imprese maggiori.

#### 4.2 Il caso italiano: le grandi imprese

Una larga parte del sistema delle medie e grandi imprese italiane è in mano pubblica. La tesi che le vicende degli ultimi venti anni propongono è in questo caso semplice: che in larghe aree di questo comparto la collusione di interessi fra controllanti e supervisori abbia mortificato gli impulsi alla riallocazione del controllo ovvero al cambiamento del management. Si sarebbe anzi verificata una distorsione a favore di acquisizioni dall'area privata,

---

68. Hilferding (1910, p. 140 dell'edizione italiana). Il concetto di gruppo piramidale come strumento per estendere l'area delle attività controllate rispetto ai fondi impegnati fu poi reintrodotta, ventidue anni più tardi, da Berle e Means (1933, specie pp. 72-5).

favorita anche dal ruolo di assicuratore di rischi privati svolto dallo Stato. Sarebbe utile individuare quali forme il fallimento del modello teorico di proprietà statale abbia assunto nelle diverse aree delle partecipazioni statali, se e quali distorsioni ne siano derivate nelle scelte produttive e nella stessa configurazione organizzativa delle imprese - a prescindere dal prelievo di risorse pubbliche cui ciò ha dato luogo.

Più complessa appare l'analisi per il sistema delle grandi imprese private. Le caratteristiche della loro struttura proprietaria sono note per linee assai generali: frequente frammentazione della proprietà all'interno di grandi famiglie; assenza di public companies; organizzazione in "gruppi piramidali"; sistema di partecipazioni incrociate fra alcuni di questi gruppi; notevole diffusione di azioni con diritti di voto limitati. Le tre ultime caratteristiche concorrono a ridurre la quota di proprietà che è necessario possedere per esercitare il controllo<sup>69</sup>.

Tre sono le questioni da approfondire. La prima riguarda le forme e il concetto stesso di controllo in assetti proprietari complessi e la natura della relazione di autorità che intercorre fra imprese giuridiche all'interno di un "gruppo piramidale". Si tratta di intraprendere, con specifico riferimento alle norme, alle forme contrattuali e alle prassi in essere in Italia, la ricognizione delle modalità concrete del controllo prospettata nel paragrafo precedente. L'esame è reso complesso dalla numerosità dei concetti di controllo introdotti nell'ordinamento italiano, specie in anni recenti, con finalità diverse.

La seconda questione riguarda la natura e l'evolu-

---

69. Cfr. su questo punto Brioschi, Buzzacchi e Colombo (1990).

zione della mappa dell'allocazione proprietaria nel sistema delle grandi e delle medie imprese. Le ricostruzioni delle mappe proprietarie oggi disponibili<sup>70</sup>, relative alle imprese di maggiori dimensioni, andrebbero estese in tre direzioni. In primo luogo, è necessario conoscere, oltre alle quote di partecipazione dei soggetti che detengono il controllo, anche quelle degli altri proprietari di rilievo e, soprattutto, se questi ultimi detengano partecipazioni o controllo in altre imprese o gruppi: ciò è necessario al fine di valutare la funzione effettivamente svolta dai gruppi. Occorrerebbe quindi estendere le informazioni al sistema delle imprese di media dimensione. Sarebbe, infine, necessario ricostruire l'evoluzione di queste mappe, almeno nel corso degli anni ottanta: in assenza di ciò, i giudizi sul grado di mobilità dell'allocazione proprietaria sono affidati a valutazioni non verificabili<sup>71</sup>.

La terza questione riguarda gli effetti della struttura del gruppo sul processo di riallocazione. Occorre chiedersi se e in quale misura essa concorra a sottrarre chi ne ha il controllo alla concorrenza di altri potenziali proprietari. Se fosse vero che la struttura di gruppo accresce la possibilità di raccogliere capitale di minoranza anche quando

---

70. Cfr. Alzona (1986) e, soprattutto, Brioschi, Buzzacchi e Colombo (1990) che hanno proposto una metodologia di calcolo delle quote indirette di controllo.

71. Brioschi (1990) sostiene, ad esempio, che l'allocazione della proprietà negli anni ottanta è stata sostanzialmente bloccata. Cingolani (1990), sulla base di una ricognizione qualitativa, asserisce invece che l'allocazione proprietaria avrebbe subito nello stesso decennio un "terremoto". Progressi verso una misurazione della mobilità dell'allocazione proprietaria e dei suoi modi di attuazione potranno venire dal progetto per lo studio delle acquisizioni e delle fusioni avviato già da alcuni anni presso Nomisma (cfr. ad esempio Bianchi e Gualtieri, 1988).

l'allocazione del controllo non è efficiente<sup>72</sup>, allora i gruppi piramidali potrebbero effettivamente accrescere la vischiosità del mercato della riallocazione nelle situazioni in cui un proprietario subottimale non è disposto a cedere la proprietà senza perdere il controllo - cioè quando esistono ostacoli alla riallocazione del terzo tipo. In tal caso, infatti, la struttura di gruppo consentirebbe a chi esercita il controllo di raccogliere i mezzi finanziari per perseverare in scelte inefficienti. Più in generale, occorre chiedersi, stante che la dirigenza delle società controllate del gruppo risponde di fatto alle direttive e al controllo della società controllante (o holding), se gli azionisti di minoranza delle società controllate non perdano, nel sistema italiano del gruppo piramidale, le garanzie di tutela effettiva dei propri interessi. Se così fosse, sarebbe tuttavia necessario chiarire perché tali azioni di minoranza vengano detenute.

Una risposta a tale quesito potrebbe stare nel fatto che i gruppi piramidali italiani, o almeno una parte di essi, svolgono la funzione di facilitare la concertazione fra proprietari controllanti e altri proprietari. Una funzione di coordinamento super-proprietario è certamente svolta dalle partecipazioni incrociate. Ma anche la struttura di gruppo, favorendo l'assunzione di partecipazioni di minoranza "qualificate" da parte di proprietari diversi da quello che esercita il controllo, consente l'avvio di relazioni personali utili all'operare di strumenti di governo delle transazioni diversi dalla proprietà<sup>73</sup>. Sarebbe utile approfondire se

---

72. Questa tesi è sostenuta da Brioschi, Buzzacchi e Colombo (1990).

73. In modo lucido (pure con un linguaggio diverso da quello della moderna analisi delle interazioni strategiche) scriveva Hilferding che la "cerchia di persone", che si crea attraverso queste partecipazioni di minoranza e che si ritrova nei consigli di amministrazione e condivide

queste forme di coordinamento esistono - è a questo scopo che serve conoscere se i proprietari non controllanti siano altamente o scarsamente dispersi - cosa esattamente le sorregga e se esse siano pienamente sostitutive di quelle che si realizzano in altri paesi attraverso istituzioni alternative (segnatamente banche e pubblica amministrazione).

L'insieme di questi approfondimenti dovrebbe consentire di confermare se effettivamente nel sistema delle grandi imprese private italiane, a causa della prevalenza di assetti di controllo fondati su relazioni familiari, su accordi impliciti o semicontrattuali fra i proprietari o su strutture di gruppo, la negoziabilità del controllo e l'accesso al controllo di soggetti outsiders siano assai limitati, specie quando tali soggetti siano dotati di mezzi finanziari insufficienti. Sarebbero in tal caso questi connotati del sistema di controllo delle grandi imprese private, assieme all'assenza di supervisione del controllo nel sistema della proprietà pubblica, a spiegare in larga misura la mediocrità della borsa italiana (cfr. par. 5.1).

#### 4.3 Il caso italiano: crescita e rinnovo generazionale

Fra i momenti della vita di un'impresa in cui il mercato della riallocazione della proprietà svolge un ruolo fondamentale per lo sviluppo, due sono di particolare rilievo. Quando le potenzialità dell'azienda divengono tali che essa potrebbe entrare in una fase di rapido sviluppo - potrebbe decollare - se solo la proprietà passasse nelle mani

---

(Continuazione nota 73 dalla pagina precedente)  
 informazioni riservate, dà luogo a "unioni personali", "alleanze destinate a esercitare la massima influenza sulla politica delle aziende, perché tra di esse si viene a creare una comunità di interessi" (cfr. Hilferding, 1910, p. 142 dell'edizione italiana).

di un soggetto in grado di farle compiere questo balzo, le capacità del proprietario essendo idonee solo all'organizzazione e alle dimensioni correnti. Quando il proprietario (magari il fondatore) invecchia o muore e si pone il problema della sua successione nella guida e nella proprietà dell'azienda. Se la riallocazione della proprietà non opera in modo adeguato: nel primo caso ipotizzato si sacrifica una opportunità di sviluppo; nel secondo si rischia la dispersione del patrimonio aziendale.

La tesi da sottoporre a verifica è che i processi di riallocazione stimolati da entrambe queste determinanti subiscano in Italia ostacoli di rilievo.

Con riferimento alla determinante della crescita, gli ostacoli che incontra il passaggio di mano del controllo nelle piccole imprese potrebbe, in particolare, spiegare il fatto che un numero troppo modesto di piccole imprese decolla verso dimensioni più elevate. Per spiegare questo fenomeno si argomenta talora che i proprietari delle piccole imprese non vorrebbero allargare la base proprietaria, altre volte che le banche razionano alle piccole unità produttive il credito per lo sviluppo. La prima tesi è ambigua: ignorando la questione dell'allocazione del controllo, essa sembra assumere che l'"allargamento" possa e debba avvenire senza modificare la capacità di controllo del proprietario. La seconda tesi non ha mai trovato convincente verifica empirica. La spiegazione potrebbe invece essere un'altra: la crescita dimensionale sarebbe frenata dagli ostacoli che incontra la riallocazione del controllo delle piccole imprese. Peserebbero la carenza di intermediari in grado di realizzare le condizioni contrattuali e finanziarie necessarie a trasferire le "imprese pronte al balzo" agli "imprenditori capaci di farglielo compiere", e le difficoltà che si incontrano nel fornire ai nuovi proprietari non controllanti garanzie adeguate al di fuori di quelle che poggiano su relazioni contrattuali o strategiche.

Nel valutare questa tesi, si dovrebbe esaminare la relazione fra sentiero di crescita delle piccole imprese ed evoluzione della loro struttura finanziaria e del loro assetto proprietario, verificando con quale frequenza e in quale modo l'accelerazione della crescita provochi scelte finanziarie che alterano di fatto l'esercizio del controllo e conduca a un cambio della proprietà e se tale ricambio sia oggi ostacolato. L'esistenza di ostacoli alla crescita dimensionale delle imprese potrebbe, così, scaturire da una ricognizione diretta, in grado di accertarne anche le determinanti, anziché dall'ispezione di presunte "anomalie" della distribuzione dimensionale delle imprese.

Per quanto riguarda la questione del ricambio generazionale, si dovrebbe in primo luogo indagare se esistano effettivamente elementi per affermare che tale fenomeno crescerà di intensità nei prossimi anni. Si dovrebbero, quindi, analizzare gli strumenti con cui le imprese stesse e gli intermediari finanziari e non finanziari (studi commerciali, legali e fiscali) affrontano il problema della riallocazione intergenerazionale. L'obiettivo è quello di individuare se con il succedersi delle generazioni la dispersione della proprietà all'interno di famiglie estese sia in Italia effettivamente più accentuata che in altri paesi e, eventualmente, quali specifici ostacoli incontri da noi la cessione di quote di minoranza da parte di un discendente che si trovi a condividere la proprietà di un'impresa assieme a numerosi parenti. Attenzione andrebbe prestata alle specifiche modalità della riallocazione intergenerazionale che hanno luogo nelle realtà dei "distretti industriali"<sup>74</sup>.

---

74. Per una definizione di distretto industriale, cfr. Becattini, Sengenberger e Pyke (1990).

#### 4.4 Il caso italiano: la proprietà "straniera"

L'acquisto di partecipazioni di controllo, o anche di minoranza, (magari attraverso la costituzione di joint ventures) rappresenta uno dei principali canali attraverso cui si realizza la diffusione di conoscenze tecnologiche e gestionali fra paesi<sup>75</sup>. Con riferimento alla teoria dei diritti proprietari prima richiamata, la possibilità di abbinare capitale fisso di un paese e proprietari di un altro paese può evidentemente accrescere le opportunità di conseguire un'allocazione proprietaria efficiente.

Vi sono notevoli indizi che tanto l'afflusso di capitale di controllo "straniero" in Italia che la realizzazione all'estero di investimenti diretti da parte di residenti in Italia incontrino notevoli ostacoli. Il principale di questi indizi è costituito dall'esiguità della quota di capitale del nostro sistema produttivo di proprietà di non residenti. Essa non ha raggiunto livelli confrontabili con quelli degli altri paesi industriali neppure dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitale: in termini di flussi, nella seconda metà degli anni ottanta gli investimenti diretti di non residenti sono risultati mediamente pari al 2 per cento (2,7 nel 1988-89) degli investimenti fissi lordi dell'Italia, contro un valore medio comunitario del 5 per cento e poco meno del 4 nell'intera area dell'OCSE<sup>76</sup>; solo la Germania, fra i maggiori paesi industriali, presenta valori così modesti. Comparativamente ancora più esigua è la presenza italiana

---

75. Per un riferimento alla letteratura su questo aspetto e a canali alternativi di diffusione, si veda Committeri (1991).

76. Si veda Committeri (1991). Per "investimenti diretti", secondo la metodologia dell'FMI, devono intendersi gli investimenti fatti allo scopo di acquisire un "interesse durevole" e una "voce effettiva nella gestione di" un'impresa che opera in un'economia diversa da quella di residenza dell'investitore.

all'estero<sup>77</sup>.

Le difficoltà di penetrazione del capitale italiano all'estero possono essere dovute agli ostacoli che anche gli altri paesi frappongono alla riallocazione proprietaria a stranieri o a inadeguatezze nella strategia adottata dai proprietari italiani. Ma, specie in base alle più recenti esperienze, sembra essere determinante la debolezza dell'azione di sostegno da parte degli intermediari finanziari nel definire e attuare strategie di acquisizione nei mercati internazionali. La verifica di questa ipotesi rimanda all'analisi degli intermediari della riallocazione prospettata di seguito.

Per quanto riguarda la perdurante, modesta penetrazione del capitale estero in Italia, sono formulabili due tesi: che, anche una volta rimossi i controlli amministrativi sui flussi di capitale<sup>78</sup>, gli investimenti diretti siano stati scoraggiati da una politica attivamente volta a disincentivare gli investimenti esteri di controllo; ovvero, che a scoraggiare la proprietà estera siano state proprio le vischiosità del mercato italiano della riallocazione proprietaria, poiché smobilizzare investimenti diretti realizzati in Italia sarebbe assai più oneroso di quanto avviene per investimenti realizzati in altri paesi.

La discriminazione fra queste due tesi non è facile. Passi in avanti, anche con l'obiettivo di valutare se è possibile ed efficiente attuare una politica attiva di incentivazione della proprietà estera in Italia, potrebbero tuttavia essere compiuti esaminando, in primo luogo, le condizioni nelle quali la riallocazione della proprietà a residenti

---

77. Cfr. ancora Committeri (1991).

78. Sull'effetto di tali controlli sui flussi di capitali in entrata, cfr. Micossi e Rossi (1986).

esteri ha avuto luogo: nel passato, in settori a elevato contenuto tecnologico (elettronico, chimico-farmaceutico); più di recente, in settori tradizionali (elettrodomestici, alimentare). Andrebbero, quindi, valutati gli ostacoli di fatto (amministrativi, di informazione, di chiusura della struttura proprietaria, ecc.) che si frappongono in Italia agli investimenti di controllo estero. Essi andrebbero confrontati con quelli corrispondenti che caratterizzano gli altri principali paesi europei.

##### 5. Gli intermediari della riallocazione: funzioni e limiti

In ogni mercato l'incontro della domanda e dell'offerta richiede che venga svolta un'attività di intermediazione. Essa è caratterizzata da notevoli economie di scala, a causa delle crescenti opportunità di realizzare "combinazioni ottimali" che si hanno all'aumentare del numero dei soggetti intermediati. Nel mercato delle imprese, questa funzione è resa particolarmente rilevante dalla complessità delle informazioni necessarie per gli scambi e dall'eterogeneità degli individui e dei capitali.

Come si è accennato, l'attività di intermediazione nel mercato della riallocazione è svolta da istituzioni assai diverse: studi professionali che raccolgono informazioni dalle imprese per fornire loro servizi fiscali, legali o di analisi del mercato; strutture temporanee (fiere) o permanenti (associazioni di categorie o di interessi) che offrono alle imprese occasioni di incontro; imprese non finanziarie che accanto ad attività permanenti si specializzano nell'acquisto, ristrutturazione e rivendita di

altre imprese<sup>79</sup>; i curatori fallimentari o altre funzioni preposte alla riallocazione dei beni di aziende in crisi<sup>80</sup>. Ma un ruolo centrale può essere svolto dalle istituzioni finanziarie, che oltre a mettere in contatto acquirenti e venditori possono fornire gli strumenti finanziari per realizzare gli scambi e possono costringere le imprese a realizzarli. Questa funzione di riallocazione è parallela ma distinta rispetto alla più tradizionale funzione di finanziamento delle imprese per data allocazione della proprietà.

Sembra possibile individuare tre distinte funzioni che gli intermediari finanziari possono svolgere nel processo di riallocazione.

a) Una prima funzione è insita nella valutazione del merito di credito svolta dalle banche. Essa si esplica in due diverse forme. In primo luogo, la valutazione relativa a un impresa presuppone un giudizio circa la capacità dei soggetti che la controllano di prendere decisioni efficienti (che garantiscano il rimborso e la dovuta remunerazione) e fornisce, dunque, segnali per il mercato della riallocazione; in particolare, una valutazione negativa può, indurre un'impresa a cedere parte delle proprie attività. Il ruolo della banca assume particolare rilievo nel discriminare fra illiquidità e insolvenza in situazioni di crisi aziendale. In secondo luogo, la valutazione del merito di credito rileva anche nel finanziamento delle acquisizioni di proprietà: quando questo finanziamento non avviene con l'emissione di titoli di debito sul mercato - cui risulta in questo caso affidato il compito

---

79. È il caso della conglomerata anglo-americana Hanson Industries, che la rivista "the Economist" (1990) definisce "the great unbundler" (p. 16). Cfr. anche Shleifer e Vishny (1988) con riferimento all'onda di buy-outs degli anni ottanta negli Stati Uniti.

80. Cfr. oltre nel testo, par. 6.1.

di selezione - è anche alle banche che gli imprenditori si rivolgono nella ricerca di fondi per la politica di acquisizioni.

b) Offerta di servizi di consulenza alle imprese e di garanzia delle loro iniziative (sfruttando reputazione e relazioni di lungo periodo con gli operatori): nella ricerca di acquirenti o venditori per aziende con date caratteristiche, nella politica di acquisizioni o di partecipazioni, nell'organizzare l'emissione degli strumenti finanziari necessari alle operazioni di acquisizione, nel risolvere i problemi che insorgono al momento del ricambio generazionale, nel realizzare la quotazione in borsa.

c) Infine, gli intermediari possono assumere direttamente partecipazioni nelle imprese. Almeno quattro possono esserne i fini: a) apportare capitali a un imprenditore ritenuto capace con l'obiettivo di smobilizzare le partecipazioni nel medio periodo e ricavarne un guadagno in conto capitale; b) esercitare il controllo per ristrutturare l'azienda e ricollocarla in tempi brevi sul mercato a un nuovo proprietario; c) esercitare il controllo o comunque, concorrere a esercitarlo in modo "permanente"; d) coadiuvare il finanziamento con capitale di debito, accrescendo le proprie capacità di supervisione. La prima funzione è svolta in genere dai fondi istituzionali; la seconda è tipica delle banche d'affari; la terza e la quarta caratterizzano, ad esempio, i grandi gruppi bancari tedeschi.

Larga parte della teoria dell'intermediazione finanziaria<sup>81</sup> non dà spazio, nel descrivere l'attività degli intermediari, alla loro funzione nell'allocazione della proprietà. Più in particolare, al centro della relazione fra banca e impresa viene posto il flusso informativo che va

---

81. Cfr. per una rassegna Hellwig (1991) e Mayer (1990).

dalla seconda alla prima - la banca come strumento efficiente per estrarre informazioni dall'impresa - non il flusso inverso, né tanto meno l'assistenza che la banca presta all'impresa nello svolgimento della sua attività<sup>82</sup>. L'insoddisfazione per questo aspetto è espressa da Mayer (1990) in un recente lavoro, specie con riferimento alla capacità dei modelli teorici recenti di spiegare le differenze della struttura patrimoniale delle imprese fra diversi paesi<sup>83</sup>.

Più promettente, perlomeno ai nostri fini, appare allora un nuovo filone di analisi ancora ai suoi albori che potremmo dire del "finanziamento come controllo"<sup>84</sup>. Il contratto di debito è interpretato come un contratto in base al quale, a causa della natura incompleta delle informazioni, l'investitore riceve a fronte del trasferimento di fondi un diritto potenziale di controllo sui beni (l'impresa) del prestatore che diventa effettivo se quei fondi non vengono rimborsati (con i relativi rendimenti) a date prestabilite. In questa impostazione assumono rilievo le regole che governano la crisi delle imprese e la capacità delle istituzioni finanziarie di coadiuvare i proprietari delle imprese nell'esercizio del controllo o di esercitarlo, ove necessario, esse stesse.

Le tre "funzioni di intermediazione" prima indicate

---

82. Hellwig (1991) minimizza il problema, argomentando (p. 50) che il flusso di informazioni dalla banca all'impresa è complementare a quello inverso.

83. "Ciò che pare caratterizzare le banche dei diversi paesi non è la natura o il modo in cui esse raccolgono informazione. È piuttosto la misura e il modo in cui influenzano l'operare delle imprese", scrive Mayer (1990).

84. Cfr. Aghion e Bolton (1989), Hart e Moore (1990a e 1990b, 1991), Harris e Raviv (1990) e Mayer (1990).

appaiono allora strettamente legate fra loro. Esse sono inseparabili in quelle istituzioni finanziarie dove l'attività di riallocazione è primaria - ad esempio le merchant banks - o nelle operazioni di acquisizione finanziate in misura determinante con debito garantito dal valore della stessa azienda acquisita (leveraged buy-outs)<sup>85</sup>.

La tesi che si avanza è che l'attività di intermediazione proprietaria è in Italia assai limitata e che ciò concorre in modo rilevante alla vischiosità del mercato della riallocazione<sup>86</sup>. Vi concorrerebbe il fatto che nelle banche a una capacità di selezione della clientela cui concedere affidamenti non corrisponderebbe una pari capacità di seguire nel tempo e di sottoporre a supervisione le scelte di tale clientela specie di fronte a prospettive di sviluppo o all'incalzare del ricambio generazionale. La banca, insomma, non farebbe uso dellà facoltà, che la stessa erogazione del credito le concede, di affiancare e talora di condizionare i soggetti controllanti.

Allo scopo di sottoporre a verifica questa tesi, dovrebbe essere in primo luogo approfondita l'analisi metodologica delle funzioni di intermediazione proprietaria, inquadrando nel modello teorico cui si è fatto cenno. Dovrebbe, quindi, essere effettuata una ricognizione della misura e dei modi in cui l'intermediazione proprietaria, nelle sue molteplici forme, è stata ed è effettivamente esercitata in Italia; delle ragioni che spiegano l'unicità dell'esperienza di Mediobanca.

---

85. In queste operazioni, l'istituzione finanziaria, oltre a favorire le combinazioni, fornisce il finanziamento e acquisisce spesso in proprio, per un periodo limitato di tempo, azioni nell'azienda riallocata. Per una descrizione di queste operazioni, cfr. Banca Commerciale Italiana (1990), Guelpa e Ratti (1991).

86. Per una tesi simile, si veda Guelpa e Sassatelli (1991).

Anche attraverso il confronto con la situazione delle altre principali economie di mercato, andrebbe verificato se e in quale misura ai ritardi esistenti in Italia concorrano le specifiche caratteristiche dell'ordinamento civilistico e fiscale che regola contratti, strumenti finanziari e configurazione della struttura finanziaria, ovvero il modo in cui operano gli intermediari bancari e la ristrettezza della borsa valori.

### 5.1 La borsa valori

Del vasto mercato delle imprese, la borsa rappresenta la sezione i cui partecipanti hanno scelto di sottomettersi a particolari regole: regole circa la produzione e la circolazione di informazioni da parte delle imprese quotate; regole circa i diritti dei soci di minoranza; regole circa le modalità della compravendita dei titoli proprietari. Queste regole possono consentire la rapida acquisizione da parte dei proprietari non controllanti e di terzi delle informazioni sulle scelte dei proprietari controllanti e sui loro effetti. Affinché ciò avvenga e affinché le informazioni non siano distorte proprio dai soggetti che detengono il controllo delle imprese, è indispensabile l'opera di istituzioni finanziarie - banche, banche d'affari, altri operatori - che raccolgano tali informazioni, le valutino e offrano consulenza e/o provvedano l'appoggio finanziario a soggetti terzi acquirenti. Sotto queste condizioni, la borsa valori può assicurare un'elevata negoziabilità dei titoli di proprietà. Da ciò e dalla possibilità di facile smobilizzo che ne deriva discende non solo l'opportunità di raccogliere finanziamenti in capitale di rischio in forma diffusa ma anche la possibilità di fornire un notevole contributo ai processi di riallocazione del controllo.

Si è visto prima che condizione per l'esistenza della public company è l'esistenza di un mercato, la borsa appunto, dove sia piena ed effettiva la negoziabilità dei titoli di proprietà. Per la public company, la borsa è anzi il luogo dove avviene, per antonomasia, la riallocazione del controllo. Se l'esistenza di un sistema di public companies sia a sua volta condizione per l'esistenza di una vera borsa valori è questione più controversa.

Certo è che se un sistema di public companies esiste, esiste anche una moltitudine di piccoli azionisti che a un mercato come la borsa si rivolgeranno, non solo alla ricerca di elevati dividendi, ma anche per comprare e vendere titoli nel tentativo di concorrere con il massimo di guadagno in conto capitale ai processi di riallocazione. Resta, credo, da dimostrare che, in un sistema dove la riallocazione del controllo può avvenire solo col consenso di chi il controllo esercita, risultati comparabili possano essere ottenuti garantendo opportuni diritti agli azionisti minori.

In Italia, il mercato della borsa è arretrato e inefficiente<sup>87</sup>. Questo stato di cose è complementare alla scarsa negoziabilità del controllo postulata nel paragrafo 4.2.

In considerazione del contributo che uno sviluppo della borsa potrebbe dare all'efficienza del processo di riallocazione proprietaria, si dovrà riflettere in termini teorici e applicati su almeno tre questioni. Se tale sviluppo possa avere luogo anche in assenza, o comunque prima, di un'evoluzione della struttura delle medie e grandi imprese verso il modello della public company. Se, in alternativa, lo sviluppo della borsa possa essere possibile in Italia grazie

---

87. Per una valutazione generale dei problemi della borsa italiana e del contributo che viceversa essa potrebbe dare allo sviluppo economico italiano, si veda Ciocca (1991) e IRS (1992 e 1993).

alla diffusione di assetti proprietari dove al soggetto che esercita il controllo con una quota minoritaria si affianchino con quote anche limitate istituzioni finanziarie - investitori istituzionali o banche - che per le conoscenze sull'impresa - da insider - e per il potere contrattuale posseduto siano in grado di vigilare sull'operato del controllante, nell'interesse proprio e di eventuali piccoli azionisti. Se e quale ruolo può svolgere la normativa nel dare all'azionariato di minoranza le necessarie garanzie, ovvero se tale funzione debba essere svolta in misura crescente dall'organo amministrativo di tutela del mercato.

## 6. Lo Stato: regole e intervento diretto

Sottesa a tutte le questioni finora considerate è quella delle norme legislative e dei regolamenti con cui lo Stato e le amministrazioni che ne hanno facoltà regolano i comportamenti delle imprese e delle istituzioni, finanziarie e non finanziarie, che operano nel mercato della riallocazione. È questa la leva primaria con cui possono essere ridotti - o, al contrario accresciuti - gli ostacoli del mercato della riallocazione delle imprese. Accanto a essa vi è la possibilità dell'intervento diretto dello Stato nel mercato, come acquirente o come venditore.

Al peso delle regole si è fatto cenno nel precedente paragrafo. Più in generale, occorre sottoporre ad analisi l'intreccio che si realizza in Italia fra diritto commerciale e diritto mobiliare, al fine di valutare se la ripartizione dei compiti fra le due aree, l'una estesa (anche se in forme diverse) a tutte le imprese, l'altra limitata al mercato regolato delle imprese, sia in Italia equilibrata; e se le profonde innovazioni introdotte negli ultimi anni nel diritto mobiliare, che hanno formalmente allineato l'Italia ai paesi dove la borsa svolge un ruolo di massimo rilievo, siano

effettivamente adeguate alla particolare struttura proprietaria del nostro paese. A una ricognizione e valutazione approfondite deve essere sottoposto anche il regime fiscale della compravendita delle azioni e delle imprese.

Una seconda area di ricerca è costituita dalle normative primaria e secondaria che stabiliscono le forme giuridiche, gli ambiti di operatività e i requisiti patrimoniali degli intermediari finanziari, e che fissano le modalità contrattuali dell'attività di intermediazione e di finanziamento della riallocazione.

Ma è su altre aree di intervento pubblico nell'allocazione e nella riallocazione della proprietà e del controllo che ci si sofferma nelle pagine che seguono. Esse riguardano: la regolazione delle crisi aziendali; la regolazione del trasferimento intergenerazionale della proprietà; gli interventi diretti pubblici sulla proprietà, attraverso la privatizzazione e l'espropriazione.

### 6.1 La regolazione delle crisi aziendali

La riallocazione della proprietà che ha luogo nel contesto di una crisi aziendale è regolata in ogni economia di mercato da apposite procedure. Lo richiede il fatto che quando in un'impresa si profila l'impossibilità di rimborsare i debiti alle scadenze previste sorge un conflitto fra i diversi soggetti che nell'impresa hanno interessi (stakeholders): i proprietari che vogliono preservare il proprio capitale, i creditori che vogliono vedere assicurato il rimborso dei propri fondi, i produttori non proprietari - i dipendenti tutti, manager inclusi - che, oltre alla garanzia dei propri eventuali crediti, sono interessati al mantenimento del posto di lavoro. L'impossibilità di

stabilire ex ante, contrattualmente, il da farsi rende necessario l'intervento pubblico volto a risolvere i conflitti ex post.

Più in particolare, quando si manifesta una situazione di crisi, possono darsi tre casi: che l'impresa sia risanabile solo grazie a una temporanea ristrutturazione delle passività, segnatamente a una ricontrattazione delle scadenze dei debiti; che l'impresa sia risanabile, ma a tale fine si richieda una ristrutturazione produttiva, al limite una riallocazione del controllo; che l'impresa non sia risanabile, ovvero che per estrarre il massimo valore dell'impresa sia necessario cessarne l'attività e liquidare i beni capitali che la compongono. Se questi tre casi potessero essere discriminati ex ante e se i vari stakeholders potessero accordarsi in modo esauriente sulle azioni da compiere condizionatamente all'evolversi della crisi, non vi sarebbero conflitti. Né vi sarebbe il rischio di commettere errori nella gestione della crisi stessa: l'interesse dei singoli stakeholders coinciderebbe con l'interesse generale di valorizzare al massimo il patrimonio dell'impresa.

Poiché, tuttavia, la discriminazione ex ante non è possibile, i singoli stakeholders dispongono di informazioni diverse sulle condizioni dell'impresa e la soluzione contrattuale è carente nello stabilire il comportamento dei vari attori nel corso della crisi: gli interessi individuali e l'interesse generale si possono separare; mentre errori possono essere commessi nella gestione della crisi. Un'impresa risanabile solo grazie alla riallocazione del controllo può essere chiusa o ne può essere tentato il risanamento sotto il controllo del vecchio proprietario; viceversa, può essere riallocato il controllo di un'impresa non risanabile.

Le procedure fallimentari cui si affida la gestione

delle crisi, con l'affiancamento agli stakeholders di un soggetto terzo, "disinteressato", in qualità di arbitro, servono a ridurre i conflitti di interesse e gli errori che ne discendono. Esse sono rivolte a garantire i creditori in caso di insolvenza dell'impresa, stabilendo ordine, tempi e modi con cui i creditori stessi possono recuperare, in tutto o in parte, il capitale anticipato, e prevedendo un metodo per valutare come debba avvenire tale recupero: riorganizzando l'impresa per riportarla al profitto, riallocandola per intero a un nuovo proprietario, smembrandola.

In queste procedure possono essere individuati due distinti obiettivi<sup>88</sup>. Da un lato, garantire il rimborso di ogni creditore in misura la più congruente possibile con le attese derivanti dal contratto di debito da lui originariamente sottoscritto: è questa la condizione perché ex ante il finanziamento con capitale di debito sia effettivamente fornito, ovvero lo sia a prezzi "efficienti". Dall'altro, assicurare che in occasione delle crisi aziendali l'impresa sia riallocata in modo efficiente e che qualora la migliore soluzione sia quella di mantenere la sua integrità, magari grazie a una ristrutturazione, ciò possa avere luogo.

Questi due obiettivi, possono divenire conflittuali. Nel perseguire il primo, le incertezze e i tempi della ristrutturazione e i rischi che possono discendere dalla permanenza del vecchio proprietario alla testa dell'azienda possono suggerire di privilegiare comunque la strada della liquidazione, anche attraverso lo smembramento dell'azienda: la rapidità della riallocazione e l'improvviso venire meno del contributo di direzione del vecchio proprietario possono allora dare luogo a un utilizzo inefficiente del patrimonio dell'impresa. D'altro canto, il tentativo di preservare que-

---

88. Cfr. Aghion, Hart e Moore (1992).

sto patrimonio e di assicurarsi per un certo periodo la collaborazione della vecchia proprietà affidandole l'incarico della ristrutturazione o della vendita, anche eventualmente sotto il controllo amministrativo di un giudice, può effettivamente condurre a scelte contrarie all'interesse generale: spese di ristrutturazione eccessive e inappropriate, arbitrî nell'amministrazione, esacerbazione dei conflitti fra classi di creditori.

La procedura prevista dal capo 7 del codice fallimentare americano esemplifica il primo rischio; quella prevista dal capo 11, il secondo<sup>89</sup>.

In Italia, l'ipotesi che emerge dagli studi esistenti<sup>90</sup> è che le procedure ordinarie di intervento nelle aziende in crisi (fallimento, concordato preventivo e fallimentare, ecc.) sono finalizzate a tutelare gli interessi dei creditori attraverso la liquidazione delle aziende in crisi, non anche a valorizzare la ricchezza incorporata nell'impresa attraverso la riorganizzazione o la riallocazione. A questi ultimi fini è stata indirizzata, fra l'inizio degli anni settanta e l'inizio degli anni ottanta, una miriade di normative straordinarie (per la costituzione della GEPI, per l'amministrazione straordinaria). In realtà, tali interventi sono stati distorti dal tentativo di conseguire anche un secondo obiettivo, cui altri più adeguati strumenti avrebbero dovuto essere destinati: contenere gli effetti sociali delle crisi aziendali. Più in generale, nello stesso periodo, molteplici forme di intervento pubblico hanno posto rimedio ai conflitti di interesse che si determinano in situazioni di crisi fra gli stakeholders trasferendo a essi ingenti risorse finanziarie: acquisendo imprese in difficoltà nell'area

---

89. Cfr. ancora Aghion, Hart e Moore (1992).

90. Cfr. Visentini e altri (1989).

pubblica; concedendo alle banche esenzioni fiscali a fronte di consolidamenti del debito; prevedendo il ricorso al credito agevolato.

La debolezza dell'ordinamento ha avuto effetti distorsivi sia durante la crisi degli ultimi anni settanta, sia nella successiva fase di risanamento. Il modo in cui l'intervento pubblico ha supplito a questa debolezza ha avuto costi assai elevati per le pubbliche finanze. Oggi di fronte alle nuove, profonde esigenze di razionalizzazione, i margini per affrontare le crisi aziendali con trasferimenti alle imprese sono esauriti. Ciò accentua l'urgenza di una riflessione sulla normativa fallimentare e sul relativo regime fiscale.

Sulla base del modello proprietario discusso in questo scritto, si dovrebbero allora studiare in termini economici e giuridici le procedure fallimentari ordinarie esistenti nel nostro paese, anche grazie a un confronto con quelle in vigore in Germania (prima e dopo la riforma), in Francia e negli Stati Uniti, con il fine di valutare quali interessi esse effettivamente privilegino e, in particolare, come esse tutelino l'obiettivo della valorizzazione del patrimonio delle imprese in crisi. Si dovrebbe, quindi, esaminare il ruolo che nelle situazioni di crisi svolgono le banche. Con riferimento all'esperienza degli anni ottanta, si dovrebbe infine studiare, attraverso l'analisi di casi concreti, il modo in cui hanno operato le normative ordinarie e straordinarie, con attenzione agli oneri che ne derivano per la finanza pubblica, agli esiti finanziari delle crisi per i diversi soggetti coinvolti, alle rigidità nella riallocazione proprietaria introdotte dall'attività "assicurativa" svolta dallo Stato.

## 6.2 La regolazione del trasferimento intergenerazionale della proprietà

Fra le relazioni di "fiducia" - qualunque sia l'interpretazione teorica che se ne voglia dare - che influenzano i processi di riallocazione della proprietà, due, assai rilevanti, sono legate alla famiglia: l'unione matrimoniale (de jure o de facto), il rapporto di ascendenza (genetico o acquisito). Mi soffermerò sul secondo.

In anni recenti, nell'analisi delle determinanti del risparmio si è tornati a porre l'accento sulla motivazione ereditaria. Studi condotti in diversi paesi hanno accertato che il trasferimento intergenerazionale di ricchezza, che ha luogo attraverso eredità, intenzionali e non, e donazioni, copre una quota percentuale elevata della ricchezza totale<sup>91</sup>. Questi risultati servono a ricordare che una parte rilevante della proprietà del capitale fisso di un paese non viene trasferita attraverso il mercato della riallocazione sin qui investigato, ma attraverso l'operare di legami familiari (oltre che di amicizia e di convinzione religiosa, culturale e politica). È noto che ciò ha effetti negativi sull'equità, contribuendo a determinare una concentrazione della distribuzione della ricchezza assai maggiore di quella della distribuzione del reddito. Ma il trasferimento intergenerazionale ha anche effetti di efficienza, specie quando oggetto del trasferimento sono le imprese.

Eredità e donazioni si sottraggono ai criteri di allocazione efficiente descritti dal modello dei diritti di proprietà. Il mercato potrà evidentemente essere chiamato a

---

91. Per un riferimento al dibattito recente e per una stima autonoma (che colloca fra il 35 e 50 per cento tale quota per l'Italia, perlomeno per il complesso di fabbricati e terreni), cfr. Barca, Cannari e Guiso (1992).

riallocare la proprietà delle imprese dopo il trasferimento intergenerazionale, ma se gli ostacoli alla riallocazione sono apprezzabili, come siamo andati fin qui argomentando, tale processo può essere costoso. Il costo è particolarmente alto se la generazione che eredita, oltre a non avere le capacità che giustifichino l'allocazione della proprietà a proprio favore, è contraria all'atto di vendere in sé (magari per un impegno morale assunto con la generazione precedente)<sup>92</sup>.

Occorre, tuttavia, chiedersi se il trasferimento intergenerazionale di proprietà non risponda, almeno in parte, ad altri criteri di efficienza. Nel caso limite, ad esempio, in cui, attraverso gli investimenti nel capitale umano di un figlio, il genitore-proprietario fosse riuscito a "replicare in quello le proprie capacità", la riallocazione della proprietà al figlio stesso sarebbe staticamente ottimale (in base al paradigma teorico sin qui impiegato). Si porrebbero, tuttavia due ordini di problemi che sollecitano l'intervento pubblico: di equità, perché ciò introdurrebbe - e, per quanto la realtà si approssima effettivamente al caso limite descritto, introduce - una potente forza centripeta volta a mantenere, anzi ad accentuare nel tempo, la concentrazione delle risorse nelle mani di chi già le ha "all'inizio del gioco"; di efficienza, perché ciò limiterebbe - e nei fatti limita - le opportunità di accesso sia alle conoscenze che alla proprietà dei capitali.

Questi e altri possibili legami fra trasferimento intergenerazionale ed efficienza economica andrebbero esplorati, attraverso uno studio delle motivazioni delle eredità.

Oltre ad approfondire il tema in termini teorici,

---

92. È questa una delle possibili determinanti degli ostacoli del terzo tipo alla riallocazione discussi nel par. 2.3.

l'analisi dovrebbe esaminare gli effetti dell'intervento con cui lo Stato regola il trasferimento intergenerazionale della proprietà. Tale intervento si manifesta sia nel diritto successorio (nei suoi aspetti civilistici e tributari), sia nel diritto commerciale e nell'imposizione sui patrimoni, dal momento che il trasferimento della proprietà, anziché attraverso lasciti ereditari o donazioni, può avvenire attraverso il conferimento ai discendenti di quote di aziende create ad hoc. La comparazione fra i regimi in vigore in diverse economie e fra i loro effetti rappresenta anche in questo caso una metodologia utile per lo scopo.

### 6.3 Intervento diretto: privatizzazioni

Fra le forme di intervento dello Stato nei processi di riallocazione della proprietà delle imprese, quelle più dirette consistono nella sua entrata nel mercato come venditore o come acquirente (senza prerogative particolari), ovvero nell'esercizio della facoltà di nazionalizzare le imprese o di espropriare la proprietà, generalmente terriera, a favore di proprie amministrazioni o di terzi. In questo paragrafo, si considererà brevemente il caso degli interventi di vendita a privati di imprese di proprietà pubblica, o privatizzazioni; mentre nel paragrafo successivo si svolgeranno alcune considerazioni sulle espropriazioni.

Sulla necessità di avviare sollecitamente un processo di privatizzazione delle imprese a partecipazione statale (oltre che di altre aziende controllate dallo Stato) esiste oggi in Italia relativo consenso. Diverse sono tuttavia le argomentazioni con le quali le privatizzazioni vengono motivate.

Secondo una prima impostazione, è opportuno privatizzare perché sono venute meno le ragioni che nel corso

degli anni hanno motivato la scelta dello Stato di acquisire la proprietà di una parte cospicua del sistema produttivo: realizzazione di investimenti proibitivi per l'operatore privato (per la mole dei finanziamenti necessari o per la lontananza nel tempo dei ritorni); attrazione e formazione di risorse manageriali; sviluppo di aree depresse. L'esperienza storica avrebbe mostrato che queste stesse funzioni possono essere assolte con altri mezzi, in particolare attraverso l'opera della finanza privata.

La seconda argomentazione - forse quella decisiva nell'aver fatto della privatizzazione, da un oggetto di dibattito accademico, l'oggetto di una legge e di un programma di governo - riguarda le gravi difficoltà finanziarie di una parte rilevante delle partecipazioni statali. La politica di dismissione viene in questo caso vista come condizione indispensabile per il recupero della solvibilità finanziaria delle imprese che restano nell'area pubblica.

Ma è la terza argomentazione ad apparire decisiva e tale da fornire indicazioni per la rotta del processo di privatizzazione. Essa riguarda il funzionamento stesso del modello di controllo fondato sulla proprietà pubblica. Come si è prima osservato, questo modello sarebbe fallito in Italia nell'ultimo ventennio per il venir meno dell'indispensabile separazione fra controllo e supervisione del controllo. Le privatizzazioni sarebbero necessarie per porre fine all'impiego inefficiente delle risorse che ne è disceso. Perché conseguano tale scopo è indispensabile che esse siano condotte in modo da fare accedere al controllo delle aziende i soggetti privati "più idonei": ciò richiede fra l'altro che la disponibilità di risorse finanziarie proprie non costituisca un ostacolo all'acquisizione del controllo, ovvero che si dia vita ad assetti proprietari dove gli interessi dei proprietari non controllanti siano

opportunamente tutelati.

Con l'impostazione metodologica che viene dall'ultima di queste argomentazioni si può procedere, senza rischi di meccaniche trasposizioni, all'esame delle modalità con le quali le privatizzazioni sono state realizzate nel recente passato in Francia e in Gran Bretagna e degli assetti proprietari e di controllo cui esse hanno dato vita<sup>93</sup>. Nel farlo si dovranno tenere presente le migliori condizioni reddituali in cui si trovavano le imprese pubbliche di quei paesi prima della privatizzazione, la maggiore dimensione e spessore della borsa, la tradizione di consulenza e intervento diretto nei processi di riallocazione da parte degli intermediari creditizi di quei paesi, il superiore grado di efficienza della pubblica amministrazione.

La ricognizione di questi aspetti dovrebbe consentire di apprezzare i limiti di cui si deve tenere conto nell'impostare nel nostro paese il processo di privatizzazione. E potrebbe consentire anche di precisare in quale modo le privatizzazioni - per le condizioni che impongono allo sviluppo della finanza privata - possano concorrere a rimuovere in via permanente alcuni degli ostacoli che rendono vischioso il mercato delle imprese in Italia: favorendo l'affermazione di assetti proprietari nei quali il soggetto controllante sia affiancato da istituzioni finanziarie in grado di svolgere una funzione di vaglio e di prevenzione degli abusi di controllo.

Da una ricognizione di questi aspetti può in particolare venire un contributo a individuare quali sono i requisiti, relativi all'assetto proprietario, alle capacità, all'organizzazione interna, che devono essere soddisfatti

---

93. Per un esame dei processi di privatizzazione in queste e altre economie europee, cfr. Padoa-Schioppa (1991).

perché il coinvolgimento degli enti creditizi nelle privatizzazioni possa andare oltre i soli servizi di consulenza o la partecipazione a consorzi di collocamento e includa l'assunzione diretta di partecipazioni. Di converso, potranno essere meglio misurati i rischi che deriverebbero da tale assunzione se essa precedesse il soddisfacimento di quei requisiti.

#### 6.4 Intervento diretto: espropriazioni

L'espropriazione rappresenta una forma estrema di limitazione del diritto di proprietà. La sua delicatezza discende dall'incertezza che essa crea per il proprietario, incidendo sulle garanzie stesse che lo strumento della proprietà è chiamato a dare, sulla sua funzione come strumento di governo delle transazioni economiche.

Nella nostra Costituzione, si stabilisce che la legge può prevedere l'espropriazione della proprietà privata "salvo indennizzo ... per motivi di interesse generale" (art. 42)<sup>94</sup>. Per la proprietà terriera è previsto che "limiti alla sua estensione" siano fissati per legge "al fine di conseguire il razionale sfruttamento del suolo e di stabilire equi rapporti sociali" (art. 44). Sofferamoci su questo specifico caso di espropriazione che fu al centro di dibattito e di un intervento pubblico nell'immediato dopoguerra.

Nel dibattito dell'Assemblea costituente, il timore di ledere eccessivamente il diritto di proprietà, suggerì di non prevedere l'escludibilità per legge dell'indennizzo per

---

94. L'espropriazione per pubblico interesse era già prevista dall'ordinamento precedente.

espropriazione della terra<sup>95</sup>. Al tempo stesso, si decise di non dare qualificazioni dell'indennizzo (definendolo "equo", "giusto" o altro), per timore di creare ostacoli alla riallocazione forzata delle terre che quasi tutte le componenti politiche volevano realizzare in quegli anni<sup>96</sup>. La riforma agraria poté così avere luogo senza impedimenti.

Sulla necessità di un intervento diretto dello Stato nella riallocazione del latifondo si ebbe la convergenza di scuole di pensiero diverse<sup>97</sup>. Ci si trovò d'accordo nel ritenere che esistessero nella proprietà della terra condizioni assai particolari - diffuse secondo Grieco e Medici, circoscritte secondo Einaudi - dove, in presenza di un'allocazione altamente concentrata, inefficiente e bloccata, occorresse "un colpo di ariete per mettere in moto il processo di finanziamento" (Einaudi, 1956, p. 476), cioè per mettere in moto il mercato della proprietà. Ostacoli straordinari alla riallocazione erano identificati nell'assoluta indisponibilità a vendere del grande proprietario (Medici, 1946, p. 172) e nell'assenza di una classe contadina che avesse lo spirito imprenditoriale per comprare (Einaudi, 1956, p. 496) e che sapesse realizzare gli investimenti iniziali e potesse finanziarli (Medici, 1946).

Così, sulla base di queste convinzioni, si aprì in Italia un dibattito su come dare il "colpo di ariete". Einaudi accettò che nelle aree meridionali dove esistevano quegli

---

95. Cfr. Rodotà (1990, pp. 408-09). Rodotà discute la distinzione che i costituenti stabilirono fra l'espropriazione, la nazionalizzazione (di cui art. 43) e la finalizzazione della proprietà (vincoli e obblighi previsti agli artt. 42 e 44).

96. Cfr. ancora Rodotà (1990, pp. 407-08).

97. Cfr. Einaudi (1956, libro VII, pp. 465-96), Grieco (1949) e Medici (1946). Per una posizione contraria, cfr. Rossi Doria (1956).

ostacoli il mercato fosse avviato prevedendo obblighi di vendita (o di concessione in enfiteusi), oltre che ricorrendo a un'imposta straordinaria progressiva tale da sospingere i proprietari inefficienti a vendere - strumento, questo, da lui preferito. Grieco (1949) propose che l'indennizzo della vendita obbligatoria in enfiteusi, preferibilmente a favore dei lavoratori del fondo, fosse pari a "quella quota convenientemente ridotta in relazione al carattere specifico del contratto, della produzione lorda media annua anteriore del fondo che corrisponde al beneficio fondiario netto" (p. 167). Simile fu la proposta di Medici (1946).

Pure nelle diversità di posizioni, emergono da quel confronto due comuni preoccupazioni: che la misura dell'indennizzo fosse legata ai redditi che i proprietari potevano ritenere ex ante di trarre dal cespite espropriato; che fossero create regole capaci di promuovere il mercato della proprietà terriera in via permanente<sup>98</sup>.

Queste considerazioni sono congruenti con le linee interpretative discusse in questo scritto. In base a queste ultime, la determinazione dell'indennizzo dovrebbe prendere a riferimento il valore che la proprietà avrebbe garantito al proprietario in assenza di intervento dello Stato (in assenza, ad esempio, delle infrastrutture che questo realizza dopo l'espropriazione, a fini di un migliore impiego, agricolo o urbano, della terra). Sotto questa condizione, qualunque decisione ex ante sia stata presa dal proprietario facendo affidamento sul diritto detenuto non risulta ex post vanificata. L'espropriazione sarà così effettivamente conveniente nell'interesse generale solo se lo Stato o altri soggetti cui lo Stato intenda trasferire la proprietà possono "valorizzare" il bene più di quanto avrebbe potuto fare

---

98. Cfr. Einaudi (1956, p. 494) e Medici (1946, p. 164 dell'edizione del 1977).

l'ex proprietario - cioè oltre il valore di indennizzo. Solo la sostanziale paralisi del mercato della proprietà o la necessità che gli investimenti atti a valorizzare la proprietà siano pubblici (come nel caso delle infrastrutture urbane o viarie) realizzano questa condizione. Concretamente, il problema di "come" espropriare diviene quindi quello, peraltro assai complesso, di estrarre le informazioni necessarie a determinare quanto la proprietà valga per il proprietario prima dell'intervento dello Stato<sup>99</sup>.

La questione appare di particolare rilievo in Italia in considerazione degli ostacoli che la programmazione urbanistica delle città incontra da molti anni a causa dell'assenza di criteri legislativi per l'espropriazione delle aree fondiari urbane o limitrofe alla città. Questa situazione di stallo trae origine dalla rilettura della Costituzione avviata a partire dal 1966 dalla Corte costituzionale. Dopo avere qualificato l'indennizzo come "serio ristoro" e "adeguato", la Corte è entrata nel merito dei suoi criteri di calcolo, censurando, per le aree non edificate limitrofe all'urbe, il riferimento al valore agricolo medio<sup>100</sup>.

Una ripresa di studi su questo tema, anche in campo economico, appare quindi essenziale per affrontare le questioni del risanamento e del riequilibrio di molte aree urbane del nostro paese.

99. Per un esame di questi problemi, del dibattito italiano e delle recenti proposte legislative in merito di esproprio di aree urbane, cfr., ad esempio, Campos Venuti (1991). Il problema della valutazione è reso complesso non solo dalla necessità di escludere gli effetti sul valore della proprietà espropriata dovuti all'intervento dello Stato, ma anche dalla necessità di valutare se e come tenere conto dei benefici non monetari che la proprietà spesso arreca ai proprietari, legati al "possedere in sé" (cfr. par. 2.3).

100. Su questa evoluzione interpretativa, cfr. Rodotà (1990, specie pp. 335-73).

## Riferimenti bibliografici

- Aghion, P., e P. Bolton (1989), The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control, in "European Economic Review", n. 33.
- , O. Hart e J. Moore (1992), The Economics of Bankruptcy Reform, MIT Discussion Paper, n. 92-11, Maggio.
- Akerlof, G. A. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in "Quarterly Journal of Economics", n. 3.
- Alzona, G. (1986), Diversificazione e controllo della grande industria negli anni della ristrutturazione: principali mutamenti e schemi interpretativi, in "L'Industria", n. 7.
- Aoki, M. (1990), Toward an Economic Model of the Japanese Firm, in "Journal of Economic Literature", marzo.
- Banca Commerciale Italiana (1990), I Leverage Buy-outs: esperienze internazionali e prospettive per l'Italia, in "Tendenze Reali", n. 39.
- Barca, F. (1991), Opportunità e vincoli dell'integrazione europea: contrattazione salariale e politica industriale, relazione al Seminario della Federmeccanica "Integrazione europea: economia e politica sociale", Orta S. Giulio, 18-19 ottobre.
- , L. Cannari e L. Guiso (1992), Bequests and Saving for Retirement. What Impels the Accumulation of Wealth?, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 165.
- , e L. Felli (1992), Fiduciary Duties, Ownership and Control, gennaio, dattiloscritto.
- , A. Magliocco e M. Perassi (1992), Il controllo, Banca d'Italia, febbraio, dattiloscritto.
- , e C. F. Sabel (1990), Allocazione della proprietà e tendenze tecnologiche, settembre, dattiloscritto.
- , e I. Visco (1993), L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali, in S. Micossi e I. Visco (a cura di), Inflazione, concorrenza e sviluppo, Bologna, Il Mulino.
- Battaglia, A., e R. Valcamonici (a cura di) (1989), Nella competizione globale, Bari, Laterza.

- Becattini, G., W. Sengenberger e F. Pyke (a cura di) (1990), Industrial Districts and Inter-Firm Co-operation in Italy, Geneva, International Labour Office.
- Berle, A. A., e G. C. Means (1933), The Modern Corporation and Private Property, New York, Macmillan.
- Bianchi, P., e G. Gualtieri (1988), Concorrenza e potere di mercato: acquisizioni e fusioni in Italia, in P. Bianchi (a cura di), Antitrust e gruppi industriali, Bologna, Il Mulino.
- Bianco, M., e S. Trento (1992), Tecnologia, organizzazione e qualità dei prodotti nell'industria italiana: il caso dell'automobile, Banca d'Italia, Servizio Studi, dattiloscritto.
- Braverman, H. (1974), Labour and Monopoly Capital, New York, Monthly Review Press.
- Brioschi, F. (1990), Il capitalismo collusivo, in "Microme-ga", n. 3.
- , L. Buzzacchi e M. G. Colombo (1990), Gruppi di imprese e mercato finanziario, Roma, La Nuova Italia Scientifica.
- Cable, J. (1985), Capitale Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks, in "Economic Journal", marzo.
- Campos Venuti, G. (1991), Aggiornare le posizioni riformiste sul regime immobiliare, in S. Pompei e S. Stanghellini, Il regime dei suoli urbani, Firenze, Alinea.
- Casavola, P. (1993), La regolamentazione del mercato del lavoro in Europa, in S. Rossi (a cura di), Competere in Europa, Bologna, Il Mulino.
- CER (1991), Rapporto: le due inflazioni, n. 5.
- Cingolani, S. (1990), Le grandi famiglie del capitalismo italiano, Bari, Laterza.
- Cipolletta, I. (1991), Credito e imprese: il finanziamento dell'attività produttiva, in "CSC Ricerche", n. 48.
- Ciocca, P. (1991), Banca, Finanza, Mercato, Torino, Einaudi.
- Coase, R. (1937), The Nature of the Firm, in "Economica", n. 4, ora in Coase (1988).

- (1988), The Firm, the Market and the Law, Chicago, The University of Chicago Press.
- Committeri, M. (1991), La posizione relativa dell'Italia nell'attività mondiale di investimento diretto, Banca d'Italia, Servizio Studi, aprile, dattiloscritto.
- Cyert, R. M., e J. G. March (1963), Behavioural Theory of the Firm, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- De Giovanni, D., R. Prodi e M. Tanoni (1991), Obiettivo Italia: governare l'industria, in "Il Sole-24 Ore", 17 luglio.
- Demsetz, H. (1967), Toward a Theory of Property Rights, in "American Economic Review", vol. 57, n. 2.
- De Vecchi, N. (1992), Imprenditore, istituzioni e riproduzione sociale nello Schumpeter austriaco, giugno, dattiloscritto.
- Dore, R. (1983), Goodwill and the Spirit of Market Capitalism, in "British Journal of Sociology", n. 4.
- Dosi, G. (1988), Sources, Procedures and Microeconomic Effects of Innovation, in "Journal of Economic Literature", n. 3.
- "Economist (the)" (1990), A Survey of Capitalism: Punters or Proprietors?, maggio.
- (1991), Tropped in the Rubble, 29 giugno.
- Einaudi, L. (1956), Lo scrittoio del Presidente, Torino, Einaudi.
- Franks, J., e C. Mayer (1990), Capital Markets and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK, in "Economic Policy", n. 10.
- Fudenberg, D., e J. Tirole (1989), Noncooperative Game Theory for Industrial Organization: An Introduction and Overview, in R. Schmalensee e R. R. Willig (a cura di), Handbook of Industrial Organization, Amsterdam, North-Holland.
- Giustiniani, A., e S. Rossi (1990), The Strength of the Italian Lira in 1988-89: A Case of "Overshooting"?, in BIS, International Capital Flows, Exchange Rate Determination and Persistent Current Account Imbalances, Basle, giugno.
- Grieco, R. (1949), Introduzione alla riforma agraria, Torino, Einaudi.

- Grillo, M. (1991), Teoria dell'impresa e teoria dei diritti di proprietà, in Zamagni (1991).
- Grossman, S., e O. Hart (1982), Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in J. J. McCall (a cura di), The Economics of Information and Uncertainty, Chicago, The University of Chicago Press.
- (1986), The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, in "Journal of Political Economy", n. 94.
- Guelpa, F., e M. Ratti (1991), Management Buy-out, Teoria dell'agenzia e regime ottimale di proprietà, in Banca Commerciale Italiana, "Collana Ricerche", aprile.
- , e M. Sassatelli (1991), Determinanti ed effetti delle acquisizioni in Italia: un'indagine preliminare, dattiloscritto.
- Harris, M., e A. Raviv (1990), The Theory of Capital Structure, dattiloscritto.
- Hart, O. (1989), An Economist Perspective on the Theory of the Firm, in "Columbia Law Review".
- (1991), Theories of Optimal Capital Structure: A Principal-Agent Perspective, Brookings Discussion Papers, n. 91-2, marzo.
- , e J. Moore (1990a), Property Rights and the Nature of the Firm, in "Journal of Political Economy", n. 6.
- (1990b), Theory of Corporate Financial Structure Based on the Seniority of Claims, NBER Working Paper Series, n. 3431.
- (1991), A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital, NBER Working Paper Series, n. 3906.
- Helwig, M. (1991), Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, in European Financial Integration, Cambridge, Cambridge University Press.
- Herman, E. S. (1981), Corporate Control, Corporate Power, Cambridge, Cambridge University Press.
- Hilferding, R. (1910), Das Finanzkapital; rist.: Frankfurt a.M., Europäische Verlagsanstalt, 1968; trad. it.: Il capitale finanziario, Milano, Feltrinelli, 1970.

- IRS (1992), Rapporto IRS sul mercato azionario 1992, Milano, Il Sole 24 ore Libri.
- (1993), Rapporto IRS sul mercato azionario 1993, Milano, Il Sole 24 ore Libri.
- Jensen, M. C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in "American Economic Review", vol. 76.
- (1988), Takeovers: Their Causes and Consequences, in "Journal of Economic Perspectives", vol. 2.
- , e W. H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in "Journal of Financial Economics", n. 3.
- Kreps, D. M. (1990), Corporate Culture and Economic Theory, in J. Alt e K. Shepsle (a cura di), Perspectives on Positive Political Economy, Cambridge, Cambridge University Press.
- , P. Milgrom, J. Roberts e R. Wilson (1982), Rational Cooperation in the Finitely Repeated Prisoners' Dilemma, in "Journal of Economic Theory", n. 27.
- Lewis, J. D., e A. Weigert (1985), Trust as a Social Reality, in "Social Forces", n. 63.
- Marck, R., A. Shleifer e R. W. Vishny (1988), Characteristics of Target of Hostile and Friendly Takeovers, in A. J. Auerbach (a cura di), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago, The University of Chicago Press.
- Marx, K. (1959), Capital, London, Lawrence & Wishart.
- Mayer, C. (1990), Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development, in R. G. Hubbard (a cura di), Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, Chicago, The University of Chicago Press.
- Medici, G. (1946), L'agricoltura e la riforma agraria, Milano, Rizzoli; parzialmente riprodotto in E. Zagari (a cura di), Mezzogiorno e agricoltura, Varese, Giuffrè, 1977.
- Micossi, S., e S. Rossi (1986), Controlli sui movimenti di capitale: il caso italiano, in "Giornale degli Economisti e Annali di Economia", n. 1-2.
- Ministero dell'industria (1988), Rapporto della Commissione per lo studio delle problematiche delle piccole e

- medie imprese, Roma, giugno, dattiloscritto.
- Mori, P. A. (1991), Le risorse umane nell'impresa capitalista, in Zamagni (1991).
- Morishima, M. (1982), Why Has Japan "Succeeded"? Western Technology and the Japanese Ethos, Cambridge, Cambridge University Press.
- Nomisma (1992), Rapporto 1991 sull'industria italiana, Bologna, Il Mulino.
- (1993), Rapporto 1992 sull'industria italiana, Bologna, Il Mulino.
- Nozick, R. (1974), Anarchy, State and Utopias, New York, Basic Books.
- OECD (1990), Technology/Economy Programme: Draft Background Report, Paris, ottobre, dattiloscritto.
- Padoa-Schioppa, T. (1991), Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto, in Banca d'Italia, "Bollettino Economico", n. 17.
- Pagano, U. (1991), Property Rights, Asset Specificity, and the Division of Labour under Alternative Capitalist Relations, in "Cambridge Journal Economics", n. 3.
- Pavone La Rosa, A. (1991), Le società controllate. I gruppi, in Trattato delle società per azioni, Torino, UTET, vol. II.
- Pellegrini, G. (1990), La produttività nei servizi destinabili alla vendita: nuove evidenze per un vecchio problema, Banca d'Italia, Servizio Studi, aprile, dattiloscritto.
- Piore, M. J., e C. F. Sabel (1984), The Second Industrial Divide, New York, Basic Books.
- Polanyi, M. (1958), Personal Knowledge, Chicago, The University of Chicago Press.
- Prodi, R. (1991a), C'è un posto per l'Italia fra i due capitalismo?, in "Il Mulino", n. 1.
- (1991b), Una crisi non solo politica: l'industria italiana a rischio, in "Il Mulino", n. 5.
- Prosperetti, L. (1989), Il controllo dell'efficienza e della qualità nei principali servizi pubblici, in Battaglia e Valcamonici (1989).

- \_\_\_\_\_ (1992), La regolazione delle tariffe dei servizi pubblici italiani: alcune proposte, maggio, dattiloscritto.
- Regini, M., e C. F. Sabel (a cura di) (1989), Strategie di riaggiustamento industriale, Bologna, Il Mulino.
- Rodotà, S. (1990), Il terribile diritto, Bologna, Il Mulino.
- Romiti, C. (1990), La macchina della qualità, in "Technology Review", n. 5.
- Rossi Doria, M. (1956), Riforma agraria e azione meridionalista, Bologna, Edizioni Agricole; parzialmente riprodotto in E. Zagari (a cura di), Mezzogiorno e agricoltura, Varese, Giuffrè, 1977.
- Rubino, P. (1989), Settori distributivi, prezzi alla produzione, prezzi al consumo, Banca d'Italia, Servizio Studi, aprile, dattiloscritto.
- Saraceno, P. (1975), Il sistema delle imprese a partecipazione statale nell'esperienza italiana, Milano, Giuffrè.
- Sen, A. (1982), Choice, Welfare and Measurement, Cambridge (Mass.), The MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1985), Goals, Commitment and Identity, in "Journal of Law, Economics and Organization", n. 1.
- \_\_\_\_\_ (1987), On Ethics and Economics, Oxford, Blackwell.
- Sestito, P. (1991), Struttura del salario e relazioni industriali: alcune riflessioni in previsione del dialogo fra le parti sociali, Banca d'Italia, Servizio Studi, marzo, dattiloscritto.
- Shleifer, A., e R. W. Vishny (1988), Value Maximization and the Acquisition Process, in "Journal of Economic Perspectives", vol. 2.
- Stiglitz, J. E. (1985), Credit Markets and the Control of Capital, in "Journal of Money, Credit and Banking", vol. 17, n. 2.
- Thadden, E. von (1990), On the Efficiency of the Market for Corporate Control, in "Kyklos", n. 4.
- Tirole, J. (1988), The Theory of Industrial Organisation, Cambridge (Mass.), The MIT Press.
- Trento, S. (1992), Proprietà ed efficienza: Est e Ovest di fronte alle privatizzazioni, in "Politica Economica",

vol. 8, n. 2.

- Veblen, T. (1964), Absentee Ownership, New York, Kelley.
- Violi, R. (1991), Recenti sviluppi nella teoria normativa della proprietà pubblica del capitale: un'applicazione al caso italiano, Banca d'Italia, Servizio Studi, aprile, dattiloscritto.
- Visentini, G., e altri (1989), Rapporto della Commissione per la revisione della legislazione assistenziale alle imprese industriali, giugno, dattiloscritto.
- Weizsäcker, C. C. von (1980), Barriers to Entry, Berlin, Springer.
- Williamson, O. E. (1964), The Economics of Discretionary Behaviour, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- \_\_\_\_\_ (1985), The Economic Institutions of Capitalism, New York, The Free Press.
- Womack, J. P., D. T. Jones e D. Roos (1990), The Machine that Changed the World, New York, Macmillan.
- Zamagni, S. (a cura di) (1991), Imprese e mercati, Torino, UTET.

## ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (\*)

- n. 171 — *Generational Accounting: The Case of Italy*, di D. FRANCO, J. GOKHALE, L. GUISO, L. J. KOTLIKOFF e N. SARTOR (giugno 1992).
- n. 172 — *Mancate interviste e distorsione degli stimatori*, di L. CANNARI e G. D'ALESSIO (giugno 1992).
- n. 173 — *Inflazione attesa, tassi reali e la struttura per scadenza dei tassi d'interesse*, di R. CESARI (luglio 1992).
- n. 174 — *Economie di scala e di diversificazione nell'industria bancaria: il ruolo dell'eterogeneità tra imprese*, di G. PARIGI, P. SESTITO e U. VIVIANI (luglio 1992).
- n. 175 — *L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali*, di F. BARCA e I. VISCO (luglio 1992).
- n. 176 — *Struttura finanziaria e riforme nei paesi dell'Europa centrale e orientale*, di P. CATTE e C. MASTROPASQUA (settembre 1992).
- n. 177 — *Creazione e distruzione di posti di lavoro in Italia*, di B. CONTINI, A. GAVOSTO, R. REVELLI e P. SESTITO (settembre 1992).
- n. 178 — *Private Saving and Government Deficit in Italy (1951-1990)*, di N. ROSSI e I. VISCO (ottobre 1992).
- n. 179 — *Implementing Stochastic Optimal Control of Nonlinear Models: A Comparison with Alternative Solution Methods*, di A. CIVIDINI e S. SIVIERO (ottobre 1992).
- n. 180 — *Rischio di tasso d'interesse e coefficienti patrimoniali: un'analisi dei regolamenti SIM*, di F. DRUDI e F. PANETTA (novembre 1992).
- n. 181 — *Mean Reversion Tests with Reflecting Barriers: An Application to European Monetary System Exchange Rates*, di C. A. BALL e A. ROMA (novembre 1992).
- n. 182 — *Concorrenza e discriminazione di prezzo nel mercato del credito in Italia*, di G. FERRI e G. GOBBI (novembre 1992).
- n. 183 — *Inflazione e dispersione dei prezzi relativi*, di M. CARUSO (dicembre 1992).
- n. 184 — *Durables and Nondurables Consumption: Evidence from Italian Household Data*, di A. BRUGIAVINI e G. WEBER (dicembre 1992).
- n. 185 — *Risk Sharing and Precautionary Saving*, di L. GUISO e T. JAPPPELLI (dicembre 1992).
- n. 186 — *Convergence of Inflation, Prerequisite for EMU*, di L. BINI SMAGHI e P. DEL GIOVANE (dicembre 1992).
- n. 187 — *Rating the EC as an Optimal Currency Area*, di L. BINI SMAGHI e S. VORI (gennaio 1993).
- n. 188 — *Industrial Countries' Protectionism with Respect to Eastern Europe: The Impact of the Association Agreement Concluded with the EC on the Exports of Poland, Czechoslovakia and Hungary*, di C. MASTROPASQUA e V. ROLLI (gennaio 1993).
- n. 189 — *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, di D. FOCARELLI e R. TEDESCHI (gennaio 1993).
- n. 190 — *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, di G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI (febbraio 1993).
- n. 191 — *Metodi per la stima in tempo reale della produzione industriale: una riconsiderazione e un confronto*, di G. SCHLITZER (marzo 1993).
- n. 192 — *Aspettative di cambio nello SME*, di A. ROMA (aprile 1993).
- n. 193 — *On the Economics of Interbank Payment Systems*, di P. ANGELINI e C. GIANNINI (maggio 1993).

---

(\*) I «Temi» possono essere richiesti a:

Banca d'Italia - Servizio Studi - Divisione Biblioteca e Pubblicazioni - Via Nazionale, 91 - 00184 Roma.

*Finito di stampare  
nel mese di maggio 1993  
presso il Centro Stampa  
della Banca d'Italia in Roma.*



