

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

Il controllo nella *public company*

di Magda Bianco



Numero 195 - Maggio 1993

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

Il controllo nella *public company*

di Magda Bianco

Numero 195 - 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).*

IL CONTROLLO NELLA PUBLIC COMPANY

di Magda Bianco (*)

Sommario

Il lavoro esamina il modello di controllo delle imprese che si realizza nella public company. Essa ha rappresentato, nel mondo anglosassone, una delle risposte alla necessità di crescita e di finanziamento della grande impresa. Nel lavoro vengono discussi i conflitti di interessi che nella public company emergono a causa della separazione tra proprietà e controllo, le condizioni che possono ridurre il conflitto di interessi, quelle che garantiscono una efficiente allocazione del controllo. In particolare, si evidenzia come il modello sia proponibile solo se associato alla definizione e allo sviluppo di regole volte a tutelare gli azionisti e alla presenza di intermediari specializzati nell'attività di raccolta di informazione e di capitale, di coordinamento degli azionisti, di valutazione delle imprese. Al sistema della public company viene brevemente contrapposto il modello di controllo delle imprese diffuso nell'Europa continentale.

Indice

1. Introduzione.....	p. 5
2. L'evoluzione nella struttura della proprietà e del controllo.....	p. 8
2.1. Stati Uniti	p. 9
2.2. Gran Bretagna	p. 13
2.3. Germania	p. 15
2.4. Un confronto	p. 20
3. Separazione tra proprietà e controllo e allocazione efficiente del controllo	p. 21
4. Strumenti per ridurre i conflitti di interesse	p. 27
4.1. Schemi di incentivi	p. 28
4.2. Supervisione di amministratori esterni	p. 29
4.3. Doveri fiduciari	p. 32
4.4. Struttura del capitale	p. 33
5. Il mercato per il controllo societario	p. 34
5.1. Il funzionamento	p. 35
5.2. Elementi necessari al corretto funzionamento	p. 37
5.3. Valutazioni empiriche	p. 42
5.4. Una valutazione complessiva	p. 48
6. Un confronto con la struttura del controllo continentale	p. 50
Riferimenti bibliografici	p. 55

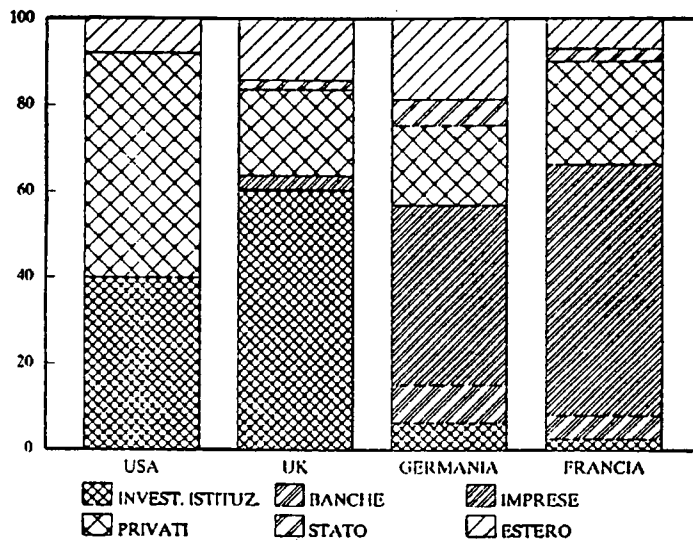
(*) Banca d'Italia, Servizio Studi.

1. Introduzione¹

Diverse sono le modalità con cui viene esercitato il controllo sulle imprese nelle diverse economie capitaliste. Diversi sono gli strumenti proprietari ed extra proprietari che le accompagnano, come il semplice confronto tra le strutture proprietarie nei diversi paesi suggerisce (Fig. 1).

Fig. 1

STRUTTURA DELLA PROPRIETA' (1991)



Fonti: Banca d'Italia (1992); S. G. Warburg (1992).

1 Le opinioni espresse nel lavoro non coinvolgono l'Istituto di appartenenza. Desidero ringraziare, per gli utili commenti a versioni precedenti, Fabrizio Barca, Salvatore Chiri, Jürgen Dennert, i partecipanti al seminario tenutosi alla Sadiba il 19-20 marzo, e, in particolare, Carlo Scarpa, discussant del lavoro.

Negli Stati Uniti la proprietà delle imprese è estremamente diffusa, con un'ampia partecipazione delle famiglie, sia diretta che indiretta, attraverso investitori istituzionali. Lo stesso vale per il Regno Unito, dove la quota detenuta dagli investitori è più elevata. Nell'Europa continentale, invece, la proprietà è detenuta in misura maggiore da imprese e banche.

Obiettivo del lavoro è di discutere il modello anglosassone di controllo delle imprese, evidenziare i meccanismi necessari al suo funzionamento, quelli che ne garantiscono l'efficienza, quelli che possono ostacolare il loro corretto operare. Il confronto tra i diversi sistemi di controllo consentirà di valutare la loro applicabilità anche al di fuori del contesto in cui si sono sviluppati.

In particolare viene analizzata la forma di controllo, diffusa soprattutto tra le grandi imprese, che si realizza nella public company.

Un'impresa è una public company se la proprietà è diffusa tra un ampio azionariato, colui che detiene il controllo è proprietario di una quota limitata - al limite nulla - del capitale, ed è concreta la possibilità che altri subentrino al controllo acquisendo sul mercato diritti proprietari dispersi, anche senza il consenso di chi lo esercita².

2 Viene pertanto utilizzata una definizione che si applica essenzialmente al sistema anglosassone. Non vengono prese in considerazione le imprese che soddisfano i primi due requisiti, hanno cioè azionariato diffuso e controllo separato dalla proprietà, ma non sono sottoposte al rischio di acquisizioni. È questo ad esempio il caso delle public utilities o delle grandi banche tedesche.

La diffusione dell'azionariato che si realizza nella public company ha rappresentato una delle soluzioni al problema del finanziamento allo sviluppo delle imprese. La separazione tra proprietà e controllo che ne è seguita ha implicato da parte degli azionisti (proprietari) la cessione dei diritti legati all'esercizio del controllo e la conservazione dei soli diritti patrimoniali (dividendi e guadagni in conto capitale). Per rendere possibile tale rinuncia si sono rese necessarie garanzie a sua protezione.

Si esaminerà in quanto segue come si sia realizzato il processo di separazione tra proprietà e controllo e come si siano generate differenti strutture del controllo nelle diverse economie. Verranno evidenziate le condizioni sotto le quali il sistema realizzato nella public company funziona (quali regole e istituzioni garantiscono il proprietario non controllante), e in quali casi possa produrre risultati efficienti sotto il profilo dell'allocazione del controllo.

La struttura del lavoro è la seguente: dopo un riferimento all'evoluzione della struttura della proprietà nei sistemi anglosassoni (Stati Uniti e Regno Unito) e in quello tedesco (par. 2); vengono discussi il problema di "agenzia" (agency problem) tra proprietari e "controllori" che emerge nel sistema della public company e la questione dell'allocazione efficiente del controllo (par. 3). Vengono quindi evidenziati gli strumenti che riducono il problema di agenzia: diritti fiduciari, schemi di incentivi, supervisor esterni, la struttura del capitale (par. 4), e, in particolare, il mercato per il controllo societario, che assume

maggior rilevanza rispetto alla seconda questione (par. 5). Viene infine proposto un confronto tra struttura proprietaria e del controllo anglosassone e continentale (par. 6).

2. L'evoluzione della struttura della proprietà e del controllo³

Il processo di crescita delle imprese, realizzatosi nelle maggiori economie a cavallo della fine del secolo scorso (dovuto all'espansione dei mercati e agli sviluppi tecnologici), da un lato rese necessario raccogliere capitali aggiuntivi rispetto a quelli di cui disponevano le famiglie fondatrici delle imprese, dall'altro portò allo sviluppo di una classe manageriale non proprietaria. La rapidità con cui questo fenomeno si produsse e la modalità di raccolta del capitale furono tuttavia differenti nei vari paesi.

Verranno brevemente descritti i casi anglosassoni (statunitense e inglese) in cui maggior rilevanza ha assunto la public company, e quello tedesco, il più rappresentativo di un modello di controllo contrapposto al precedente⁴. Si vedrà come la prima parte del processo di sviluppo delle grandi imprese sia stata sostanzialmente simile per Stati Uniti e Germania, e come le differenze in seguito emerse nelle modalità di esercizio del

3 Quanto segue è basato soprattutto su Chandler (1990). Gli altri riferimenti essenziali sono Berle e Means (1932), Chandler (1977), De Long (1990).

4 Per il caso del Giappone, associato spesso alla Germania, si veda Trento (1993). Per la Francia, Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

controllo e di finanziamento delle imprese siano da collegare in parte al diverso atteggiamento rispetto alla concentrazione del potere economico.

2.1 Stati Uniti

La nascita dell'impresa industriale moderna negli Stati Uniti è legata allo sviluppo del sistema dei trasporti e delle comunicazioni⁵. La costruzione delle ferrovie avvenne in due "ondate" successive: la prima negli anni 1840-1870, la seconda negli anni 1870-1900. Le enormi dimensioni del sistema ferroviario (una volta completato, intorno al 1910, pari a circa 10 volte quello inglese) ebbero una serie di implicazioni assai rilevanti per lo sviluppo del sistema industriale. Da un lato, la complessità sempre maggiore dei sistemi da gestire portò allo sviluppo di una classe manageriale con alte capacità tecniche, adatte a dirigere imprese di grandi dimensioni. Dall'altro, la necessità di capitali fu tale che non fu più sufficiente la raccolta presso agricoltori, commercianti e piccoli industriali (come era avvenuto in passato per imprese di dimensioni minori). Alla fine degli anni quaranta alcune case di importazione ed esportazione di New York cominciarono a specializzarsi nella vendita di obbligazioni ferroviarie e divennero, verso la metà degli anni cinquanta, le prime imprese bancarie statunitensi specializzate in investimenti (banche

5 Prima della costruzione delle ferrovie (e cioè nella prima metà dell'ottocento) la società per azioni era diffusa essenzialmente tra le imprese tessili (la prima fu la Boston Manufacturing Co.) delle quali i primi proprietari iniziarono a vendere azioni per poter creare, con il capitale recuperato, nuove società simili. È questo forse uno dei primi esempi di "diffusione" della proprietà come strumento per la raccolta di capitale (Berle e Means, 1932).

d'affari)⁶. La concentrazione e l'istituzionalizzazione del mercato americano dei capitali a New York favorì un rapido perfezionamento degli strumenti finanziari allora noti e delle tecniche di compravendita dei titoli e di operazioni in borsa.

La creazione di una rete di trasporti generò un mercato interno di vaste dimensioni. La diffusione delle comunicazioni avviò nel frattempo un processo di innovazioni tecnologiche di vasta portata, il quale rese sempre più importanti economie di scala e diversificazione della produzione, che potevano essere sfruttate grazie all'ampiezza del mercato interno e alla sua rapida crescita (superiori a quelle dei paesi europei).

Poiché accordi collusivi formali tra le imprese non erano legalmente sostenibili⁷, la crescita avvenne soprattutto attraverso fusioni, specie in seguito all'approvazione dello Sherman Act nel 1880, che proibiva definitivamente accordi collusivi tra imprese⁸. Una prima ondata di fusioni si realizzò nel 1880, una seconda tra il 1890 e il 1893, ed infine quella di dimensioni maggiori ebbe luogo all'inizio del novecento. La razionalizzazione delle industrie e l'aumento nella concentrazione che seguirono generarono una nuova reazione antitrust (che si manifestò nel Federal Trade Commission Act e nel Clayton Act del 1914).

Da un lato, l'ondata di fusioni ridusse il controllo familiare delle imprese (i proprietari delle piccole imprese che si fusero ottennero solo una quota delle azioni della nuova impresa) ed aumentò

6 Le principali furono soprattutto J. P. Morgan and Co.; Kuhn, Loeb and Co.; Lee, Higginson and Co.; Kidder, Peabody and Co..

7 Ed erano pertanto estremamente instabili.

8 In questo riflettendo più i valori americani fondamentali di opposizione alla concentrazione del potere, che le spinte di gruppi di pressione (Chandler, 1990).

l'importanza della classe manageriale. Dall'altro, la richiesta di capitali, necessaria alla ristrutturazione delle imprese, spinse le banche d'affari, il cui ruolo nelle ferrovie si stava esaurendo, a intervenire nel finanziamento delle imprese. Nei primi anni del novecento, e almeno fino alla prima guerra mondiale, le banche d'affari, tra cui J. P. Morgan era la più importante, svolsero quindi un ruolo fondamentale (De Long, 1990). I rappresentanti delle banche (partners) sedevano nei consigli di amministrazione delle imprese, erano depositari dei diritti di voto, spesso erano essi stessi i maggiori azionisti. Svolgevano un attivo ruolo di supervisione del management (e di sua sostituzione quando necessario) e, grazie alla loro reputazione, di garanzia della validità della gestione nei confronti degli investitori (e quindi sulla validità e profittabilità dell'investimento)⁹. Se da un lato il fatto di sedere nei consigli di amministrazione e di svolgere nello stesso tempo il ruolo di banca d'affari dell'impresa creò spesso conflitti di interesse¹⁰, dall'altro rappresentò un mezzo efficace di supervisione del management¹¹.

Sia la concentrazione dell'attività di emissione di titoli - il cosiddetto money trust - che la commistione dei ruoli delle banche d'affari (i banchieri sedevano infatti nei consigli di amministrazione delle imprese) furono politicamente oggetto di molte critiche, che portarono a varie inchieste da parte del Congresso. Nel frattempo lo sviluppo del mercato azionario negli anni venti

9 Per un'impresa era essenziale avere il "timbro" di approvazione di J. P. Morgan. Le grandi banche sostenevano tra l'altro che la concentrazione del settore finanziario contribuiva a garantire tali effetti di reputazione. Esse avevano infatti quote di mercato e giri d'affari tali da non rendere loro conveniente di approfittare di singole possibilità di guadagno a scapito della propria reputazione.

10 E consentì alle banche di realizzare enormi profitti da intermediazione.

11 Per un'interpretazione differente, si veda Lazonick (1992).

ridusse in parte l'importanza delle banche d'affari come garanti nell'emissione dei titoli. In seguito alla crisi del 1929 e al conseguente crollo del mercato, fu creata la Securities and Exchange Commission, e fu imposta una severa regolamentazione del ruolo delle banche, con una netta separazione tra l'attività di credito e quella di partecipazione diretta e supervisione della gestione. L'aumento dell'indipendenza del management e l'ulteriore separazione tra proprietà e gestione (come descritta da Berle e Means nel 1932) fu anche il risultato di tale regolamentazione. L'emergere di una classe manageriale professionale indipendente fu quindi un fenomeno diffuso¹². La sua evoluzione tuttavia fu in parte differenziata nei diversi settori dell'industria. La capacità di intervento nella gestione dei proprietari si ridusse quanto più complesse furono le strategie necessarie alla crescita dell'impresa (Chandler, 1990). Nei settori in cui la crescita avvenne soprattutto per espansione orizzontale e verticale¹³, le famiglie fondatrici ancora partecipavano alle decisioni negli anni intorno alla prima guerra mondiale. Nei settori in cui la crescita passò per la diversificazione e l'espansione all'estero¹⁴ la separazione tra proprietà e gestione fu più netta.

La crescita fu in generale finanziata sia con l'autofinanziamento¹⁵ che, grazie all'ormai sviluppato mercato dei capitali, con l'emissione di nuove azioni. La diffusione dell'azionariato che ne seguì accentuò ulteriormente la separazione fra la proprietà dell'impresa (diffusa tra molti, spesso piccoli, azionisti) e la sua gestione (nelle mani dei manager), documentata

12 Ad essa contribuì la creazione di scuole e università tecniche di alto livello (MIT, Stevens Institute of Technology).

13 Petrolio, gomma, materiali industriali, metalli primari.

14 I settori alimentare, chimico o, ancora di più, dei macchinari.

15 Tra il 1922 e il 1927, 108 tra le 200 maggiori imprese statunitensi trattennero il 38,5 per cento degli utili (Berle e Means, 1932).

da Berle e Means nel 1932. Secondo gli autori, nel 1929 il 44 per cento delle 200 maggiori imprese statunitensi era controllato dagli amministratori¹⁶, e solo l'11 per cento era controllato con la maggioranza delle azioni. Un aggiornamento del loro studio, condotto da Larner per il 1963¹⁷, indicherebbe che la rilevanza del controllo degli amministratori era aumentata all'84 per cento (in questi studi risulta tuttavia piuttosto controversa la definizione del controllo). La crescita nel potere di controllo dei manager portò, in seguito, allo sviluppo di strumenti - legislativi, organizzativi o altro - che ne limitassero il potere.

In tempi molto più recenti, con lo sviluppo dei fondi pensione e degli altri investitori istituzionali, la proprietà si è parzialmente concentrata: i fondi istituzionali detengono cioè una quota rilevante di molte società. Fino ai tempi recenti tuttavia la loro partecipazione è stata essenzialmente a fini d'investimento, senza obiettivi di controllo.

2.2 Gran Bretagna

Le dimensioni del mercato inglese nella seconda metà del XIX secolo erano inferiori a quelle del mercato americano. Ma soprattutto la sua crescita, fino all'inizio del 1900, fu inferiore. D'altro lato la concentrazione urbana era già molto elevata e il sistema dei trasporti piuttosto efficiente. La costruzione delle ferrovie non ebbe pertanto un impatto estremamente rilevante: non ampliò in modo sostanziale le dimensioni del mercato, non favorì la creazione di una classe manageriale in grado di gestire sistemi complessi, né ebbe un grosso effetto sul mercato dei capitali (Chandler, 1990).

16 Non aveva cioè, nella definizione degli autori, alcun azionista con una quota superiore al 5 per cento.

17 Citato da Nyman e Silberston (1978).

Le dimensioni del mercato furono uno dei motivi della limitata spinta alla crescita delle imprese; la concentrazione urbana, una delle cause del maggiore sviluppo delle industrie dei beni di consumo di marca (che in generale non godono di economie di scala eccessive). L'industrializzazione più antica¹⁸ aveva prodotto una maggiore concentrazione della ricchezza rispetto agli Stati Uniti.

Fino alla metà dell'ottocento le imprese erano state organizzate nella forma di partnership con responsabilità illimitata dei partecipanti. Tra il 1844 e il 1856 il parlamento aveva approvato le prime leggi che consentivano la formazione di imprese joint stock e con responsabilità limitata, con le quali si rendeva possibile il trasferimento di quote dell'impresa e dei relativi diritti di controllo e veniva ridotto il rischio dell'attività. Inizialmente tali innovazioni non avevano generato rilevanti cambiamenti, e i fallimenti di molte delle imprese con responsabilità limitata negli anni che seguirono ne avevano limitato la diffusione¹⁹. Nel 1880 solo il 5-10 per cento delle grandi imprese aveva scelto la responsabilità limitata. Solo verso la fine del secolo iniziò a diffondersi l'uso della responsabilità limitata e, per la raccolta di capitale, l'uso delle emissioni di titoli rivolte al pubblico. Tra il 1885 e il 1907 le imprese quotate passarono da 60 a 600 (Hannah, 1976). Tuttavia, nonostante il mercato azionario iniziasse ad essere utilizzato per finanziare la crescita fin dalla fine del secolo scorso, la partnership e le imprese familiari restarono, in molte industrie, la struttura prevalente fino alla prima guerra mondiale, e anche nei casi in cui le imprese vennero quotate, i componenti della famiglia fondatrice restarono spesso in posizione di controllo. In particolare non si sviluppò una classe manageriale indipendente dalla proprietà, anche per il maggior peso dei settori

18. Insieme alla creazione dell'impero.

19. Questo forse per la rilevanza della reputazione personale nelle attività (soprattutto commerciali) svolte.

senza rilevanti economie di scala (beni di consumo), che non richiedevano strutture organizzative molto complesse (la Lever era una delle poche eccezioni).

Soltanto in seguito alla prima guerra mondiale, i processi di razionalizzazione (realizzati soprattutto mediante fusioni), portarono a una maggiore concentrazione e resero necessario raccogliere altro capitale esterno alle imprese. Il mercato azionario di Londra fu la fonte principale.

Le analisi empiriche sul controllo suggeriscono che nel 1951 circa il 30 per cento delle imprese inglesi erano controllate mediante il possesso della maggioranza²⁰; Leech e Leathy (1991) indicano che, nel 1988, solo in 25 grandi imprese su 470 un azionista deteneva la maggioranza delle azioni. Come negli Stati Uniti, in tempi recenti la proprietà si è concentrata presso gli investitori istituzionali.

2.3 Germania²¹

In Germania, come negli Stati Uniti, l'impresa industriale moderna si sviluppò rapidamente in seguito al completamento delle reti di trasporto e comunicazione che resero possibile lo sfruttamento di economie di scala e di diversificazione.

20 S. Florence, citato in Nyman e Silberston (1978). Secondo Nyman e Silberston, tuttavia, questa sarebbe una sottostima. Gli autori stimano infatti che nel 1974-75 il 56 per cento circa delle imprese sarebbe stato controllato con la maggioranza delle azioni.

21 Per una discussione dell'emergere della struttura a gruppo e una interpretazione alternativa delle differenze con il capitalismo anglosassone cfr. Trento (1993).

Le ragioni delle diverse caratteristiche del capitalismo tedesco rispetto a quello anglosassone vanno cercate²² nelle dimensioni del mercato interno ed estero, nell'impatto che ebbero la costruzione delle ferrovie e le nuove istituzioni che le finanziarono, nella legislazione sulla concorrenza.

Il mercato interno tedesco nel secolo scorso era meno ampio di quello statunitense e inglese. I produttori, per sfruttare le economie di scala, furono spinti a esportare in misura maggiore, in un primo tempo soprattutto beni di consumo, in seguito, dall'inizio del novecento, beni industriali. Stati Uniti e Gran Bretagna divennero due tra i principali mercati di esportazione. Secondo Chandler ciò avrebbe contribuito a sviluppare un atteggiamento cooperativo tra le imprese.

L'impatto della costruzione delle ferrovie fu simile al caso statunitense. Le prime ferrovie vennero costruite negli anni 1840-1850. Un ampliamento ulteriore avvenne tra la fine degli anni sessanta e gli anni settanta. Alla fine degli anni settanta trasporti veloci e regolari erano garantiti da un'efficiente rete di trasporto. La rapida crescita delle ferrovie aveva generato, come negli Stati Uniti, una esigenza di capitali senza precedenti (almeno in tempo di pace). Mentre negli Stati Uniti ne derivò la centralizzazione e l'istituzionalizzazione del mercato dei capitali a New York, la nascita delle banche d'affari e con esse lo sviluppo di quasi tutti gli strumenti e le istituzioni della moderna corporate finance americana, in Germania sorsero, dopo il 1850²³, nuovi intermediari finanziari, che divennero centrali per il successivo sviluppo delle

22 Cfr. Chandler (1990).

23 Fino al 1850 le attività bancarie e finanziarie erano sostanzialmente "personali" o "familiari".

imprese industriali: le Kreditbanken²⁴. La seconda fase nella costruzione delle ferrovie vide la nascita delle tre Grossbanken, la Deutsche Bank di Berlino e la Commerz- und -Disconto-Bank di Amburgo nel 1870, e la Dresdner Bank nel 1872, che hanno da allora dominato la finanza tedesca. Come le nuove istituzioni finanziarie negli Stati Uniti, le maggiori banche "universali" tedesche resero possibile una rapida accumulazione di capitale per finanziare la costruzione della nuova rete di trasporti. Negli anni ottanta, con il completamento della rete ferroviaria, e la sua nazionalizzazione, le Grossbanken si rivolsero al finanziamento delle imprese, specialmente nelle nuove industrie. Come nel caso delle ferrovie, esse agirono da intermediari per la vendita di titoli, spesso acquisendone blocchi esse stesse e ottenendo deleghe per l'esercizio dei diritti di voto sulle quote vendute agli altri investitori. Ancor più che per le ferrovie, esse fornirono spesso il capitale iniziale necessario alle nuove iniziative industriali e le guidarono nei primi anni dello sviluppo. Rappresentanti delle Grossbanken furono coinvolti nelle decisioni strategiche delle nuove imprese industriali e crearono dipartimenti con approfondite conoscenze degli specifici settori. Come proprietari di quote rilevanti e rappresentanti di altri investitori, essi sedevano nei consigli di amministrazione delle maggiori imprese. Anche quando nei consigli sedevano ancora i fondatori dell'impresa o la loro famiglia, il ruolo delle banche era tutt'altro che irrilevante (specie nei primi anni della storia d'impresa) nelle decisioni di investimento, nella scelta del management, nella definizione delle procedure amministrative, ecc. Poiché controllavano direttamente quote rilevanti e votavano per delega di molti investitori, avevano i mezzi legali e amministrativi per esercitare un'effettiva

24 Le prime Kreditbanken furono la Schaaffhausen di Colonia, riorganizzata nel 1849 per finanziare le ferrovie, il Crédit Mobilier, del 1852, la Bank für Handel und Industrie, formatasi nel 1853 a Darmstadt, la Berliner Handels-Gesellschaft, nata nel 1856.

supervisione. Man mano che si svilupparono, tuttavia, le imprese iniziarono a finanziare la propria crescita con quote sempre maggiori di autofinanziamento. Contrariamente al caso americano, non si sviluppò un movimento avverso al controllo delle imprese da parte del potere finanziario.

La differenza principale tra Stati Uniti e Germania, sotto il profilo della struttura normativa in cui operavano le imprese, fu che in Germania gli accordi tra imprese su prezzi, output, divisione dei mercati erano legalmente riconosciuti²⁵. La legalità dei cartelli generò una varietà di relazioni contrattuali tra imprese molto maggiore rispetto ai casi americano e inglese. Tra l'altro, ridusse la pressione verso fusioni e acquisizioni orizzontali volte a ottenere economie di scala e potere monopolistico. In molti casi invece le imprese ricorsero a partecipazioni incrociate per garantire un controllo reciproco.

Un secondo aspetto normativo che differenziò il caso tedesco da quello anglosassone fu la struttura di controllo delle imprese. Una legge del 1884 impose alle imprese joint-stock due livelli di supervisione: il Vorstand (consiglio del management), responsabile per la gestione ordinaria, e l'Aufsichtsrat (consiglio di amministrazione), per la supervisione e la guida strategica, di lungo periodo. Nella maggior parte dei casi il secondo divenne un organo composto da rappresentanti non solo degli azionisti ma di altri gruppi di interesse (banche, altre imprese). I rappresentanti delle banche, che fornivano finanziamenti, e delle altre imprese, con cui esistevano rapporti di proprietà incrociata, fornitura o altro, continuarono quindi a influenzare le politiche dell'impresa²⁶.

25 Ne era anzi riconosciuto l'interesse pubblico.

26 In particolare il consiglio di amministrazione fu uno strumento per garantire la cooperazione tra imprese.

Infine anche il sistema educativo tedesco influenzò in modo significativo lo sviluppo delle imprese. Università tecniche vennero create appositamente per soddisfare le esigenze delle imprese industriali²⁷. Il sistema educativo facilitò la cooperazione tra imprese, garantendo una classe manageriale con la stessa estrazione sociale e la stessa preparazione tecnica e commerciale. Sebbene le famiglie fondatrici continuassero ad avere una presenza rilevante nei consigli di amministrazione e, spesso, nella gestione²⁸, esse furono tuttavia disposte ad assumere una classe manageriale, preparata dalle scuole ad alto livello, a cui vennero date ampie responsabilità e con cui vennero condivise le decisioni principali. Tra i motivi di questa evoluzione fu probabilmente il fatto che il concetto di "gerarchia manageriale" era meno estraneo alla cultura tedesca di quanto fosse in Gran Bretagna. In Germania esisteva infatti una lunga tradizione di management nella burocrazia (i funzionari pubblici godevano di molto rispetto) e gli appartenenti alla nuova classe manageriale venivano definiti Privatbeamten (funzionari privati)²⁹.

La guerra e la crisi successiva alterarono i rapporti tra imprese e quelli tra imprese e banche. Dopo la guerra, la crisi e soprattutto l'inflazione resero gli accordi sui prezzi (e le altre variabili) molto più difficili. Le grandi imprese formarono quindi alleanze formalmente più stringenti: gli I.G. (Interessengemeinschaften, i gruppi di interesse) e i Konzerne (gruppi con scambi di partecipazioni). In entrambi i casi le imprese mantenevano l'identità legale e amministrativa, ma cooperavano nel

27 Alla fine dell'ottocento, la Germania aveva i migliori istituti di istruzione tecnica nel mondo.

28 Più di quanto avvenne negli Stati Uniti.

29 In Gran Bretagna anche i direttori esecutivi ai più alti livelli continuarono invece ad essere definiti company servants. Prima del 1920 solo pochi di loro erano ammessi ai consigli di amministrazione (Chandler, 1990).

marketing, nella ricerca, negli acquisti. Con la formazione dei gruppi, la partecipazione delle famiglie fondatrici alla gestione si ridusse (nel 1930 il numero di famiglie fondatrici ancora presenti nei consigli di amministrazione era ormai molto limitato). Nello stesso tempo si ridusse l'influenza delle banche. L'inflazione rendeva il finanziamento a breve, ma soprattutto a lungo, troppo rischioso. I Konzerne quindi funzionarono spesso da fornitori di credito ai membri del gruppo. Il capitale per la riorganizzazione dovette essere raccolto all'estero, in particolare negli Stati Uniti.

Tuttora la struttura della proprietà delle imprese è caratterizzata da quote rilevanti detenute da altre imprese insieme a una consistente presenza delle istituzioni creditizie.

2.4 Un confronto

In tutte e tre le economie lo sviluppo delle grandi imprese moderne è stato accompagnato da una progressiva separazione della proprietà dal controllo. La rapidità del fenomeno e le modalità di finanziamento sono state tuttavia differenti.

Sia in Germania che negli Stati Uniti, la scarsa concentrazione della ricchezza richiese l'intervento di intermediari che raccolsero i capitali necessari e parteciparono con capitale proprio e con un'attività di supervisione delle imprese. In entrambi i paesi, d'altra parte, le innovazioni tecnologiche, le dimensioni d'impresa e la creazione di scuole di alto livello consentirono la formazione di una classe manageriale professionale che esercitò il controllo senza la proprietà dell'impresa. Mentre negli Stati Uniti l'opposizione alla concentrazione del potere - anche finanziario - ridusse la presenza degli intermediari all'interno delle imprese, in Germania lo stretto legame tra banche e imprese non venne spezzato.

Negli Stati Uniti i manager rimasero in molti casi gli unici controllanti delle imprese. Ciò indusse lo sviluppo di strumenti che ne limitassero il potere. In Germania non fu necessario sviluppare strumenti alternativi per garantire che il comportamento del controllante rispondesse agli obiettivi dei proprietari, a causa del più stretto legame tra proprietari e controllanti.

In Gran Bretagna, la maggior concentrazione iniziale della ricchezza (risultato dell'industrializzazione e dello sviluppo dell'attività commerciale) ritardò la necessità di diffusione della proprietà. L'evoluzione fu quindi più lenta, ma simile nel risultato finale a quella statunitense.

Per discutere di come i due modelli di controllo funzionino e del loro grado di efficienza è necessario considerare gli effetti della separazione tra proprietà e controllo delle imprese, e cosa consenta una loro allocazione ottimale.

3. Separazione tra proprietà e controllo e allocazione efficiente del controllo

La letteratura economica sui diritti proprietari suggerisce che la proprietà è rilevante per garantire il miglior uso dei beni. Alla proprietà sono associati il "controllo residuo" sul bene (residual right of control) e i "rendimenti residui" (residual claims), che insieme generano incentivi corretti all'uso efficiente del bene. Poiché la proprietà rappresenta uno strumento per il corretto utilizzo dei beni, la sua allocazione è rilevante. La nuova teoria dell'allocazione dei diritti proprietari (che fa riferimento ai lavori di S. J. Grossman, O. D. Hart e J. Moore³⁰) mostra come,

30 Si vedano Grossman e Hart (1986), Hart (1989), Hart e Moore (1990).

se il valore del bene è influenzato dal comportamento degli agenti e se esistono complementarità ed eterogeneità nelle caratteristiche degli agenti, l'allocazione della proprietà è rilevante ed è efficiente se attribuita all'agente le cui azioni hanno il maggior effetto sul valore del bene. Il problema è più complesso quando i benefici derivanti dal bene non sono misurabili in termini monetari e sono di generi diversi. In questo caso potrebbe essere difficile definire chi dovrebbe controllare il bene³¹.

Le conclusioni di Grossman, Hart e Moore si applicano al caso di un'impresa in cui proprietà e controllo coincidono (in cui il controllo viene esercitato per mezzo della proprietà) e indicano che il controllo va attribuito all'agente con il maggiore effetto sul bene. La proprietà, oltre ad essere lo strumento per l'esercizio del controllo, garantisce, grazie ai rendimenti residui, i corretti incentivi al comportamento efficiente. L'applicazione di questo schema al caso della public company richiede alcune precisazioni.

Storicamente la public company è stata una delle risposte al problema del raggiungimento di grandi dimensioni d'impresa in presenza di vincoli di bilancio per i singoli individui. Sotto il profilo dell'allocazione ottima della ricchezza, la public company ha risposto anche a un problema di diversificazione del rischio per i singoli investitori³². Ciò ha comportato che la proprietà totale non fosse più lo strumento che consentiva di "utilizzare" il bene

31 Si veda Barca (1993).

32 Facilitando la creazione di un mercato liquido per lo scambio del rischio, la public company avrebbe anche ridotto il costo del capitale; avrebbe inoltre consentito che il rischio venisse assunto dagli investitori meglio in grado di sostenerlo, senza richiedere loro di gestire l'impresa (Jensen, 1989).

impresa³³. Per questo tipo di impresa quindi, occorre valutare attentamente chi eserciti il controllo residuo e a chi vadano i rendimenti residui, non essendo questi semplicemente riuniti nelle mani dei proprietari, per decidere se i risultati di Grossman, Hart e Moore siano ugualmente applicabili³⁴.

Gli azionisti nominalmente e per legge "possiedono" la società. Tuttavia i loro diritti sono limitati: possono votare cambiamenti nello statuto della società, possono eleggere gli amministratori e sostituirli con un voto maggioritario, ma non fissano i dividendi che verranno loro pagati, non decidono investimenti o acquisizioni, non assumono i manager né fissano i loro stipendi. Possono eleggere gli amministratori che devono supervisionare il comportamento dei manager, ma sono lontani dalle decisioni. La definizione di diritti residui fa riferimento a decisioni e rendimenti non esplicitamente descritti per contratto o per legge. Si potrebbe pertanto ritenere che, nell'acquisire le azioni, gli azionisti assegnino per contratto il diritto di prendere la maggior parte delle decisioni (tra cui quella sulla distribuzione dei profitti) a qualcun altro³⁵. Questa interpretazione tuttavia non è del tutto soddisfacente: i diritti degli azionisti non sono tanto residui, quanto strettamente limitati e precisamente elencati.

33 I nuovi strumenti mediante i quali il controllo è stato esercitato sono quindi divenuti (Berle e Means, 1932): la maggioranza della proprietà; altri strumenti quali la sovrapposizione a piramide della società (per cui con un capitale limitato è possibile controllare un'ampia quota della proprietà); l'impiego di azioni senza diritto di voto o la distribuzione di azioni con maggiori poteri di voto; i sindacati di voto; il controllo della minoranza congiuntamente all'uso di deleghe; l'amministrazione della società, quando la proprietà è estremamente dispersa (Cfr. Barca, Casavola, Perassi (1993) per un approfondimento sugli strumenti proprietari ed extra proprietari). Quest'ultima modalità corrisponde appunto alla public company prima definita.

34 Si veda Milgrom e Roberts (1992).

35 Sarebbero cioè proprietari con pochi diritti residui.

Gli amministratori³⁶ potrebbero essere gli agenti con controllo residuo in quanto hanno il potere di fissare i dividendi, assumere, licenziare, decidere gli stipendi dei manager; di approvare decisioni strategiche; di rifiutare offerte di fusione o approvarle e sottoporle agli azionisti³⁷. Gli amministratori non hanno però diritto ai rendimenti residuali³⁸. Inoltre non è chiaro come amministratori o azionisti possano esercitare effettivamente un controllo residuo. Sono infatti i manager a disporre delle informazioni necessarie a controllare l'attività della società. Inoltre spesso sono i manager stessi a scegliere effettivamente gli amministratori (suggerendoli agli azionisti).

Sembra quindi ragionevole concludere che siano i manager a esercitare il controllo residuo. È più difficile stabilire chi

36 La struttura gerarchica delle imprese anglosassoni, come quella di molti paesi, prevede una direzione dell'impresa da parte del consiglio di amministrazione (board of directors), formato da amministratori (directors), che supervisiona il comportamento dei manager, gli esecutivi. Dei consigli di amministrazione possono far parte anche manager.

37 Negli Stati Uniti l'autorità degli amministratori è rafforzata dalla business judgement rule, che stabilisce i criteri in base ai quali il tribunale valuta se mettere in discussione le decisioni degli amministratori relative all'attività dell'impresa.

38 Inoltre alcuni sviluppi recenti rendono ancora più incerti gli obblighi degli amministratori e i loro diritti residuali. Le modifiche nella legislazione relativa agli obblighi degli amministratori nel contesto di cambiamenti nel controllo rendono incerti i diritti effettivi degli amministratori. L'emergere della nozione sociale di stakeholders (soggetti che a diverso titolo hanno qualche interesse nell'impresa) con diritti sulla società implica un ulteriore limite (anche se per ora essenzialmente politico) alla libertà degli amministratori.

percepisce invece i rendimenti residui (la decisione sulla distribuzione dei dividendi infatti non spetta agli azionisti che pure li percepiscono)³⁹.

Se si accetta questa conclusione si pongono a questo punto due questioni: a) se chi controlla non dispone anche dei rendimenti residui, come vengono mantenuti gli incentivi a un suo comportamento efficiente; b) come viene risolto il problema dell'allocazione ottimale del controllo.

Per quanto riguarda il primo punto, il problema è la separazione tra proprietà (in mano agli azionisti) e controllo (nelle mani del manager), che induce in generale un conflitto di interessi nella forma di un problema di agenzia (agency problem). Il manager (agente subordinato), che ha il compito di massimizzare il valore dell'impresa⁴⁰ nell'interesse degli azionisti (agente principale), può non avere sufficienti incentivi. Ciò non tanto perchè "è spiacevole lavorare molto"⁴¹, quanto a causa della possibilità di ottenere benefici (nella forma di rendite derivanti dal controllo) a danno dell'azionista. Poiché la maggior parte dei costi delle sue azioni sono sostenuti dagli investitori esterni⁴², i manager potrebbero indulgere in un consumo eccessivo di benefici ottenibili grazie alla propria posizione (perquisites), attribuirsi salari elevati, pagare eccessivamente i propri subordinati, favorire altre imprese da essi possedute, ecc. Inoltre potrebbero essere più interessati degli azionisti alla crescita e alla longevità dell'impresa (che consentono maggiori promozioni, e salari più

39 Secondo alcuni sarebbero gli stessi manager a percepire i rendimenti residui.

40 E quindi di realizzare tutti gli investimenti con valore atteso positivo.

41 Come si ipotizza invece nei contratti di lavoro.

42 Se il manager non ha quote dell'impresa o ha quote molto limitate.

elevati)⁴³. Il problema può essere particolarmente rilevante se esiste free cash flow⁴⁴, vale a dire cash flow in eccesso rispetto a quanto potrebbe essere reinvestito in modo profittevole all'interno dell'impresa. In questo caso infatti un comportamento ottimale vedrebbe il rimborso agli azionisti (sotto forma di distribuzione di dividendi o di riacquisto delle azioni). Tuttavia i manager potrebbero essere tentati di utilizzare il cash flow per realizzare investimenti per definizione non profittevoli: se restituissero il cash flow in eccesso dovrebbero dipendere invece dal mercato dei capitali e sarebbero sottoposti a un'attenta valutazione.

Il conflitto di interessi tra manager e investitori esterni potrebbe essere parzialmente risolto se gli azionisti fossero in grado di supervisionare (monitor) il comportamento dei manager o se fosse possibile prevedere contrattualmente tutte le eventualità possibili. I costi di entrambe le alternative sono eccessivi. Il costo della raccolta di informazioni e l'impegno che ciò richiederebbe al singolo azionista sono infatti superiori ai benefici che egli ne deriverebbe se la sua quota è molto limitata: un problema di free riding impedisce in generale tale soluzione. D'altra parte il coordinamento degli azionisti, se questi sono in numero elevato, è molto costoso.

Se questo problema non fosse risolto, gli azionisti non sarebbero disposti a fornire capitale di rischio. Altri strumenti si sono quindi sviluppati a garanzia dei finanziatori, che hanno limitato i poteri di controllo del management. L'attivazione di questi strumenti è passata attraverso la creazione di una complessa rete di intermediari e regole.

43 Vedi Milgrom e Roberts (1992, p. 493) per alcuni esempi di imprese statunitensi.

44 Il cash flow è dato dai ricavi meno i costi diretti, ossia dalla somma di profitti e ammortamenti.

Per quanto riguarda il secondo problema (l'allocazione ottimale del controllo), se il problema "agente principale-agente subordinato" viene risolto (ristabilendo attraverso un altro canale gli incentivi legati alla proprietà), dovrebbe essere possibile applicare gli schemi della teoria dell'allocazione ottimale del controllo, con riferimento a chi in questo caso lo esercita, il manager. Se così è, la massimizzazione del valore dell'impresa richiede che essa sia controllata dal manager "più indispensabile". Si vedrà come il mercato per il controllo societario in parte risponda a questo obiettivo.

4. Strumenti per ridurre i conflitti di interesse

Lo strumento principale a difesa dell'azionista non in grado di intervenire direttamente sul controllo è la possibilità di vendere le proprie azioni, riducendone così il valore sul mercato e rendendo più difficile per l'impresa il finanziamento. Questo strumento può non essere sufficientemente efficace, in particolare quando l'impresa ha trattenuto dividendi (ha accumulato cash flow) che le consentono, almeno temporaneamente, di non esporsi al giudizio del mercato.

Nell'ordinamento e nella struttura dei mercati anglosassoni si sono pertanto sviluppati, più che in altri paesi, strumenti a

garanzia dell'interesse del portatore di capitale di rischio⁴⁵: i doveri fiduciari, il controllo dei consigli di amministrazione, gli schemi di incentivi, la struttura del capitale, il mercato per il controllo proprietario limitano il potere di controllo del manager e garantiscono l'azionista. Il mercato per il controllo societario rappresenta in particolare lo strumento attraverso cui può realizzarsi, in questo sistema, una efficiente allocazione del controllo. Si vedrà come a tali strumenti corrisponda una complessa struttura di regole e intermediari.

4.1 Schemi di incentivi

L'ovvia soluzione al problema della supervisione degli azionisti su chi controlla l'impresa è quella di introdurre opportuni schemi che lo inducano a comportarsi nell'interesse dei primi. Se il problema di agenzia fosse legato al tentativo del manager di lavorare il meno possibile, schemi di incentivi che legassero il suo compenso ai risultati sarebbero efficaci. Tuttavia, quando il problema è che il manager beneficia di "rendite da controllo", indurlo a rinunciare a tali benefici può essere molto costoso.

Negli anni ottanta i compensi degli amministratori generali⁴⁶ delle 365 maggiori public companies americane sono aumentati del

45 Resta il problema di chi fissi gli incentivi a comportarsi nell'interesse degli azionisti, dal momento che lo stesso problema di free riding impedirebbe al singolo azionista di prendere l'iniziativa in proposito. È forse possibile argomentare che se non vi fossero forme di protezione per gli azionisti, non vi sarebbe finanziamento ed è quindi nell'interesse dello stesso controllante fornire garanzie al finanziatore. La loro presenza può infatti aumentare il valore dell'impresa, rendendo più facile il reperimento di finanziamenti sul mercato (è stato questo il caso con l'introduzione di schemi di incentivi legati ai rendimenti delle imprese).

46 I CEO, chief executive officers.

212 per cento (contro il 53 per cento dell'operaio medio). I compensi inoltre hanno sempre più spesso incluso forme di incentivo di lungo periodo, ad esempio legate ai prezzi delle azioni. La limitata efficacia di salari elevati nell'indurre il comportamento adeguato da parte dei manager è tuttavia confermata da Jensen e Murphy (1990) che trovano i risultati dell'impresa molto poco sensibili al compenso dei manager⁴⁷.

Un modo per ridurre il problema è che i manager possiedano quote rilevanti della società. Holderness e Sheenan (1988) e Morck e altri (1988a) trovano una relazione positiva (anche se non monotona) tra quota di proprietà dei manager e valore dell'impresa⁴⁸. La proprietà di una quota rilevante dell'impresa ridurrebbe cioè gli incentivi ad approfittare della propria posizione a danno della società. Ciò porterebbe a concludere che l'unico mezzo per rendere la public company più efficiente è di renderla "meno public".

4.2 Supervisione di amministratori esterni

Un secondo mezzo per ridurre i conflitti di interesse fra manager e azionisti è incorporato nella forma societaria. Il consiglio di amministrazione ha infatti il compito di gestire l'impresa nell'interesse degli azionisti dando indicazioni strategiche e seguendo l'operato del management. Gli amministratori potrebbero agire come rappresentanti degli azionisti, in quanto i

47 Cfr. la nota 45 per il problema di chi fissi tali incentivi. La presenza di intermediari che svolgono attività di consulenza per le imprese e suggeriscono i comportamenti migliori può ulteriormente ridurre il problema.

48 Morck e altri (1988a) trovano che il valore della società (misurato dal Q di Tobin) aumenta con la quota di proprietà del management fino a che questa raggiunge il 5 per cento, decresce tra il 5 e il 25 per cento e aumenta nuovamente oltre il 25 per cento.

problemi di free riding e di coordinamento, che sussistono per gli azionisti, sarebbero ridotti. Esistono tuttavia due ostacoli a che ciò si verifichi.

Innanzitutto gli amministratori dipendono dai manager stessi per ottenere le informazioni sulla base delle quali realizzare la supervisione⁴⁹. Ma soprattutto, si pone il problema di "chi supervisioni il supervisore", ossia di verificare se gli amministratori abbiano gli incentivi a un comportamento corretto, e chi supervisioni il loro operato. Gli azionisti non sono in grado di farlo e, data l'insufficiente disponibilità di informazione di questi ultimi, le nomine di questi ultimi spesso sono suggerite dal management stesso⁵⁰.

Le evidenze empiriche suggeriscono che i consigli di amministrazione realizzano effettivamente un ruolo disciplinatore e sono particolarmente efficaci nei casi in cui l'impresa ottiene risultati negativi rispetto alla media dell'industria. Sarebbero meno efficaci nel caso in cui l'intera industria in cui l'impresa opera versi in difficoltà.

Le tendenze recenti sono di due tipi. Da un lato si sta tentando di rendere gli amministratori più "indipendenti" dal management⁵¹. In questa direzione vanno, nel Regno Unito, le proposte della Commissione sugli aspetti finanziari della Corporate

49 Questo problema potrebbe forse essere superato con un migliore uso di revisori esterni.

50 Originariamente gli amministratori erano i maggiori azionisti, alcuni dei quali con compiti esecutivi. La tendenza attuale è di renderli il più possibile indipendenti dai manager. Negli Stati Uniti 3/4 dei posti nei consigli di amministrazione sono occupati da direttori non esecutivi; nel Regno Unito i direttori non esecutivi sono circa metà del totale (The Economist, 1990).

51 Si veda The Economist (1990).

Governance che nel dicembre 1992 ha pubblicato il Cadbury Report. Le proposte riguardano il funzionamento dei consigli di amministrazione che dovrebbe favorire una buona gestione delle imprese⁵². Basate sui principi di trasparenza (openness), integrità (integrity) e responsabilità (accountability), le proposte prevedono che il consiglio di amministrazione si riunisca regolarmente e mantenga piena supervisione sul management. La composizione del consiglio dovrebbe essere tale che sia il numero che l'importanza degli amministratori non esecutivi dia loro un peso sufficiente nel consiglio. Questi ultimi inoltre dovrebbero essere effettivamente indipendenti dalla società (non avere rapporti con essa che possano interferire con un giudizio indipendente). I direttori esecutivi non dovrebbero rimanere in carica per più di 3 anni e il loro compenso dovrebbe essere reso pubblico. L'obiettivo è quindi quello di avere consigli di amministrazione che svolgano un effettivo ruolo di supervisione sui manager e che per questo siano effettivamente indipendenti^{53 54}.

Dall'altro lato si sostiene che una maggior presenza di rappresentanti di grossi gruppi di azionisti potrebbe ridurre i problemi di supervisione. Un ruolo più attivo degli investitori istituzionali nei consigli di amministrazione rappresenterebbe una

52 Con la definizione di un code of best practices che il London Stock Exchange intende chiedere di seguire a tutte le imprese quotate.

53 D'altra parte un'eccessiva indipendenza - il rapporto suggerisce che gli amministratori non esecutivi non dovrebbero nemmeno partecipare a schemi di share options - potrebbe ridurre gli incentivi a un comportamento ottimale.

54 Tra l'altro il rapporto invita gli investitori istituzionali (che sia in Gran Bretagna che negli Stati Uniti detengono una quota rilevante delle azioni delle società) a giocare un ruolo maggiore nel supervisionare il comportamento dei manager.

possibile soluzione⁵⁵. Essi già rappresentano gli azionisti di maggioranza in molte public companies e potrebbero efficientemente investire negli strumenti necessari a ottenere le informazioni utili per una efficace supervisione⁵⁶.

In entrambi i casi resta il problema teorico di chi supervisioni l'operato degli amministratori e di quali siano gli incentivi a realizzare l'interesse degli azionisti.

4.3 Doveri fiduciari

I doveri fiduciari vengono stabiliti negli Stati Uniti dalla legge dello stato o dallo statuto dell'impresa, e implicano per gli amministratori un obbligo generalizzato a realizzare gli interessi degli azionisti⁵⁷. Essi includono il dovere della "cura" e quello della "lealtà". Nei termini più semplici, il dovere della cura richiede che gli amministratori pongano nella loro attività la cura che una persona normalmente attenta (prudent) eserciterebbe in simili circostanze, e il dovere di lealtà proibisce slealtà (faithlessness) e l'operato a proprio vantaggio (self-dealing). Il manager che avvantaggia se stesso a danno dei proprietari è esposto al rischio di essere portato in tribunale dagli azionisti⁵⁸. È

55 Cfr. Il Sole-24 Ore, 5 febbraio 1993, e The Economist (1993) per il caso americano.

56 In particolare negli Stati Uniti i maggiori investitori istituzionali stanno valutando la possibilità di divenire relationship investors, acquisendo quote rilevanti in alcune imprese per intervenire più attivamente nella gestione (The Economist, 30 gennaio 1993, pp. 18-19; 7 febbraio 1993, pp. 11-12).

57 Cfr. Barca e Felli (1991).

58 Attualmente si discute ampiamente se estendere la categoria dei beneficiari dei doveri fiduciari (ad esempio agli occupati dell'impresa, creditori, società). Si veda Hart (1992).

questa la prima forma di protezione dei diritti degli azionisti. La rilevanza e l'impatto dei doveri fiduciari sono in qualche modo ridotti dalla business judgement rule in base alla quale, per entrare nel merito delle decisioni di carattere aziendale dei manager, le corti statunitensi devono accertarsi che siano presenti alcuni forti indizi di condotta impropria⁵⁹. Non è chiaro, ad esempio, se la decisione di sottoporre o meno una proposta di acquisizione agli azionisti da parte degli amministratori possa essere contestata a questi ultimi sulla base dei diritti fiduciari.

Tuttavia questo strumento rappresenta nell'ordinamento anglosassone (specialmente statunitense) un mezzo assai potente di supervisione dei controllanti. Mentre negli altri paesi, infatti, questi doveri vengono fatti rispettare solo in casi estremi, negli Stati Uniti sono un'efficace garanzia per gli azionisti non controllanti.

4.4 Struttura del capitale

Grossman e Hart (1982) e Jensen (1986) suggeriscono che anche la struttura del capitale (rapporto debito/capitale proprio) possa influenzare il comportamento dei manager, in particolare che una quota rilevante di debito riduca i problemi di agenzia. Grossman e Hart sottolineano il ruolo disciplinatore del rischio di fallimento sulle scelte dei manager: se gli investimenti sono interamente

59 La business judgement rule fu applicata in misura crescente dalla prima metà degli anni ottanta per "incoraggiare gli individui competenti ad assumere l'amministrazione" (Block e altri, 1989), riconoscendo il rischio dell'attività e non mettendone in discussione tutte le decisioni. Con essa si voleva evitare tra l'altro che i tribunali fossero implicati nel processo decisionale all'interno delle imprese. Una versione "rafforzata" della business judgement rule viene oggi spesso estesa ai casi di decisioni relative a proposte di acquisizioni e fusioni.

finanziati con capitale proprio, i manager potrebbero non preoccuparsi eccessivamente di massimizzare il valore dell'impresa. Se invece gli investimenti sono finanziati, almeno parzialmente, con debito, il manager che non massimizza i profitti rischia il fallimento. Jensen suggerisce che una quota maggiore di debito sottopone il management a un controllo più stretto da parte del mercato, in particolare nei casi in cui nell'impresa vi è ampia disponibilità di cash flow, che potrebbe indurre il management a realizzare investimenti improduttivi^{60 61}.

5. Il mercato per il controllo societario

Tutti gli strumenti sopra elencati sono di una certa efficacia nel ridurre il problema del conflitto di interessi. Forse lo sono di più nei casi in cui la società presenta risultati decisamente negativi, per cui l'operato dei manager viene sottoposto a un giudizio più stringente. Sono forse meno efficaci nei casi in cui i risultati dell'impresa sono positivi, anche se inferiori a quelli che si potrebbero avere in assenza di conflitti di interesse. È in particolare in questo caso che risulta efficace un altro strumento: il mercato per il controllo societario. Questo, tra l'altro, può rispondere anche all'obiettivo di garantire un'allocazione del controllo efficiente.

60 Su questi aspetti cfr. Barca e Ferri (1993).

61 Infine, secondo Hart (1993), la necessità di sottoporre il management al rischio di fallimento è l'unica giustificazione del fatto che le imprese emettono per lo più senior debt (vale a dire debito con garanzie speciali rispetto all'emissione di nuovo debito) piuttosto che unicamente junior debt.

5.1 Il funzionamento

L'asserzione fondamentale su cui si basa il mercato per il controllo societario è l'esistenza di una correlazione positiva (elevata) tra efficienza manageriale e prezzo delle azioni della società. Se la società è gestita male, il prezzo delle sue azioni si riduce. Ciò implica che il prezzo delle azioni misura il guadagno potenziale implicito nelle società. Minore è il prezzo delle azioni (rispetto a quello che potrebbe essere con un manager più efficiente), più attraente è l'acquisizione per coloro che ritengono di poter gestire l'impresa in modo più efficiente. Il mercato per il controllo societario (market for corporate control) garantirebbe agli azionisti che l'impresa sia gestita in modo da massimizzarne il valore o che sia possibile realizzare in conto capitale⁶² ciò che non si è realizzato a causa della cattiva gestione del management. Tale minaccia dovrebbe ridurre il problema di agenzia e spingere i manager a un comportamento ottimale.

D'altra parte il mercato per il controllo societario consentirebbe un'allocazione efficiente del controllo, nel senso descritto nel paragrafo 3. Il mercato per il controllo sarebbe infatti "l'arena in cui i vari manager competono per il diritto di gestire le risorse della società" (Jensen e Ruback, 1983)⁶³. Il mercato cioè consentirebbe a chi attribuisce maggior valore al bene impresa (perchè più capace nella sua gestione) di acquisirne il controllo. È Manne (1965) a riconoscere che il controllo di una società rappresenta un bene (valuable asset) in sé. Che l'esistenza di questo bene è indipendente dalla possibilità di realizzare economie di scala o di ottenere profitti di monopolio (gli unici

62 Grazie all'opzione di exit, di vendita della propria quota.

63 Il mercato delle acquisizioni offrirebbe infatti un meccanismo per realizzare le ristrutturazioni e le riallocazioni dei beni richieste continuamente dai cambiamenti nella tecnologia e nelle preferenze dei consumatori (Jensen, 1984).

motivi fino ad allora considerati per fusioni e acquisizioni). Che esiste un mercato per questo bene e molte acquisizioni e fusioni sono il risultato del buon funzionamento di questo mercato.

Due sono i principali meccanismi mediante i quali viene realizzato un cambiamento nel controllo. Con una "offerta di acquisizione" (tender offer) la persona o l'ente che fa l'offerta invita gli azionisti a vendere le loro azioni al prezzo annunciato. L'offerta potrebbe essere la stessa per tutte le azioni oppure una frazione delle azioni potrebbe essere offerta a un prezzo e la restante a un prezzo inferiore⁶⁴; inoltre potrebbe essere condizionata al fatto che un numero minimo di azioni vengano vendute⁶⁵.

L'altro mezzo per ottenere il controllo è quello di avviare una proxy fight. Molti piccoli azionisti nelle grandi imprese, invece di partecipare alle assemblee, delegano altri azionisti (spesso i manager stessi) a rappresentarli. In un proxy contest, un'entità diversa dal management in carica tenta di ottenere deleghe dagli azionisti per poter votare contro la gestione attuale e sostituirla (senza dover acquistare le azioni). I proxy contests sono tuttavia difficili da organizzare quando la proprietà è molto diffusa⁶⁶.

64 Nel Regno Unito questo non è possibile.

65 Le imprese stesse possono offrire di riacquistare le proprie azioni e ridurre il cash flow o aumentare l'indebitamento riducendo il capitale proprio. In questo modo vengono realizzati management buyouts e le cosiddette going private transactions.

66 Gli anni '80 in particolare hanno visto negli Stati Uniti e in Inghilterra un'ondata di trasferimenti nel controllo proprietario (anche di grandi imprese). Molti di questi casi sono state acquisizioni ostili, altri management buyout con i quali i manager stessi hanno acquisito le azioni per non perdere il controllo.

Anche se a questo strumento è stata attribuita enorme rilevanza nel sistema della public company, esso è tuttavia il più estremo e il più controverso. Il più estremo, perchè implica la trasformazione, almeno temporanea, della società, da public in private. Il più controverso perché molti sono i dubbi sulla sua efficacia nel dare risposta a entrambi i problemi.

Perché questo mercato funzioni correttamente è infatti necessaria una complessa rete di regole e istituzioni⁶⁷.

5.2 Elementi necessari al corretto funzionamento

Il problema del free riding

Nel trasferimento di controllo che avviene mediante l'offerta di acquisizione esiste per i singoli azionisti un problema di free riding (evidenziato da Grossman e Hart, 1980). Se ciascun azionista ritiene che l'acquisizione avrà successo, non venderà le proprie azioni per primo e attenderà invece l'aumento di valore che seguirà l'acquisizione. Lo scalatore dovrebbe quindi pagare agli azionisti il valore atteso delle azioni con la nuova gestione, non ottenendo alcun profitto. Ciò implicherebbe che le acquisizioni non avverrebbero in tutti i casi in cui sarebbero efficienti⁶⁸. Una possibilità per ridurre questo problema sarebbe quella di ammettere nello statuto della società clausole che consentano allo scalatore

67 Per un esame delle istituzioni che consentono l'operare del mercato per il controllo societario nel Regno Unito cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).

68 Gli scalatori devono infatti sostenere in generale dei costi per realizzare l'acquisizione (raccolta di informazioni ecc.). Se non potessero appropriarsi neppure di una parte dei profitti, essi investirebbero troppo poco in questa attività.

di escludere gli azionisti di minoranza (gli azionisti precedenti che non hanno venduto le proprie quote) dalla spartizione di tutti i vantaggi ottenuti con l'acquisizione⁶⁹.

Il problema viene tuttavia ridotto dalla presenza di intermediari specializzati nell'attività, che dispongano di informazioni sufficienti, che coordinino degli azionisti (e contrattino con lo scalatore).

Le imperfezioni del mercato dei capitali

Perché le acquisizioni rappresentino uno strumento efficiente (e quindi il mercato consenta di acquisire il controllo a coloro che vi attribuiscono il valore maggiore) è necessario che tutte le parti interessate siano in grado di esprimere la propria valutazione sotto forma di "offerta". In presenza di vincoli al credito la presunzione che l'asta per il controllo consenta l'allocazione più efficiente non è più vera e il controllo viene allocato sulla base dell'accesso alle risorse finanziarie⁷⁰ (Franks e Mayer, 1992).

Di nuovo, la presenza di intermediari che provvedano alla raccolta di fondi potrebbe ridurre i problemi legati all'imperfezione dei mercati dei capitali.

69 Shleifer e Vishny (1988) suggeriscono tuttavia che anche l'acquisto di un primo gruppo di azioni, prima del lancio formale dell'offerta, consente all'acquirente di ottenere profitti positivi.

70 Ciò vale ovviamente per qualunque riallocazione della proprietà, anche nel caso di imprese dove la proprietà non sia diffusa.

Le rendite da controllo degli scalatori

Le acquisizioni potrebbero non essere per l'acquirente un mezzo per massimizzare il valore dell'impresa acquisita. Come i manager dell'impresa acquisita, anche gli scalatori (se essi stessi manager di public companies⁷¹) potrebbero avere interessi diversi da quelli degli azionisti e beneficiare di rendite da controllo (oppure potrebbero semplicemente sopravvalutare la propria capacità di gestire la nuova impresa). In tal caso potrebbero essere disposti a pagare più di quanto l'impresa valga per gli azionisti (magari impiegando un eccesso di cash flow accumulatosi presso la società acquirente). Il mercato non offrirebbe quindi una adeguata garanzia sull'operato dei manager delle imprese scalabili perché lo stesso operato degli scalatori sfuggirebbe a supervisione (Morck e altri, 1990). Vi sono tuttavia evidenze che il mercato per il controllo societario stesso agisca da controllore. In alcuni casi infatti le acquisizioni che riducono il valore dell'impresa (acquirente) sono seguite da ulteriori acquisizioni in cui l'impresa (prima acquirente) ne è oggetto (Mitchell e Lehn, 1990).

Una più attenta supervisione da parte dei consigli di amministrazione sulle decisioni di investimento, la presenza di intemediari in grado di valutare le imprese e le effettive capacità dei manager possono ridurre questo problema.

Gli effetti sul comportamento dei manager (short termism)

Recentemente vengono sottolineati sempre più spesso i possibili effetti negativi dei vincoli al potere di controllo dei manager generati dal mercato per il controllo societario. Ogni qualvolta il prezzo delle azioni è inferiore al livello che il

71 O se intenzionati a rendere poi public l'impresa acquisita.

mercato giudica ottimale, l'impresa è esposta al rischio di acquisizioni. Se il mercato non riuscisse a tener conto correttamente delle decisioni d'investimento dei manager, e attribuisse un valore eccessivo a scelte che alzano i rendimenti di breve periodo, rispetto a quelle con un orizzonte temporale più lungo, i manager potrebbero essere indotti a evitare il rischio di acquisizioni adattandosi alle preferenze del mercato e privilegiando scelte che generano rendimenti immediati (managerial myopia o short termism)⁷². L'ovvia obiezione a questo argomento è che presuppone che i mercati dei capitali non siano efficienti: in caso contrario valuterebbero correttamente le azioni dei manager che fossero nell'interesse di lungo periodo della società.

Anche ammettendo l'efficienza dei mercati dei capitali, esistono diverse spiegazioni che razionalizzano la "miopia" dei manager e hanno a che fare con l'imperfezione dell'informazione: a) quando gli azionisti non sono perfettamente informati, potrebbero essere indotti a utilizzare i rendimenti attuali per valutare quelli futuri. I manager tenterebbero di manipolare l'informazione aumentando i rendimenti correnti. In equilibrio il mercato sconterebbe questo comportamento, che tuttavia rimarrebbe di equilibrio per i manager (Stein, 1988); b) se la reputazione dei manager sul mercato del lavoro nasce anche dal giudizio sulla loro capacità di valutazione, essi potrebbero decidere di ignorare le proprie informazioni private sull'impresa e imitare invece semplicemente le decisioni di investimento di altri manager ("seguire il gregge", Scharfstein e Stein, 1990); c) infine i manager potrebbero prestare troppa attenzione al prezzo attuale delle azioni

72 Questa problema è di particolare rilevanza, in quanto è uno degli elementi su cui si basa il confronto tra i risultati dei modelli di controllo anglosassoni, più esposti a questo rischio, e quelli continentali, che, grazie alla struttura proprietaria più concentrata e meno esposta al rischio di acquisizioni, sarebbero più orientati agli obiettivi di medio lungo termine.

(Brandenburger e Polak, 1992) e "fare quello che il mercato vuole" piuttosto che l'interesse dell'impresa. Gli autori ipotizzano che i manager abbiano maggiori informazioni rispetto al mercato e massimizzino il valore delle azioni, e che il mercato osservi le decisioni dei manager e in base ad esse formi i prezzi delle azioni. Sotto queste ipotesi i manager che si preoccupano del prezzo delle azioni, e quindi del modo in cui vengono interpretate le loro decisioni, cercheranno di influenzare il mercato e si preoccuperanno non tanto del fatto che le decisioni siano corrette, quanto del fatto che il mercato le ritenga corrette. In questo caso il mercato risulterà efficiente ex post (nel senso che prevederà correttamente) ma vi sarà un utilizzo inefficiente delle risorse.

La rilevanza di questo problema suggerisce che esso sia uno dei motivi di maggiore preoccupazione rispetto ai risultati dell'intero sistema della public company.

All'eccessiva limitazione dei poteri di controllo del management una risposta è quindi venuta dall'introduzione di misure anti-takeover, che riducono la probabilità di acquisizioni ostili, e di forme di garanzia per i manager in caso di takeover. Le prime, divenute sempre più frequenti in seguito all'ondata di acquisizioni degli anni ottanta, rendono difficile l'acquisizione ostile, richiedendo maggioranze elevate per l'approvazione di offerte d'acquisto, generando diritti speciali per gli azionisti se la società diviene oggetto di offerta di acquisizione (poison pills), introducendo diritti di voto differenziati. Possono avere un effetto di protezione degli azionisti (in quanto possono consentire loro di ottenere premi più elevati), ma in generale servono a proteggere soprattutto i manager. Le seconde, i cosiddetti "paracadute dorati", garantiscono ai manager premi di uscita in caso di acquisizione.

Entrambe possono avere effetti positivi rispetto al rischio di comportamento miope del management. Tuttavia il trade-off tra vantaggi di una minor miopia e minore efficacia del mercato per il controllo societario⁷³ è delicato. Le misure anti-takeover, se eccessive, tendono a isolare del tutto il management dal controllo del mercato; i paracadute dorati, d'altro lato, potrebbero addirittura indurre il manager a favorire la cessione del controllo anche quando ciò non è ottimale.

Una risposta al problema è un'attenta regolamentazione. Il dibattito corrente negli Stati Uniti riguarda per l'appunto gli aspetti regolamentativi: quanto debbano essere ammesse le misure discusse, fino a che punto esse vadano lasciate alla decisione dei consigli di amministrazione o sottoposte all'approvazione dell'assemblea. Norme sulla trasparenza dell'informazione e la presenza di intermediari (con sufficiente reputazione) con capacità di valutazione sono pure essenziali.

5.3 Valutazioni empiriche

Le analisi empiriche si sono concentrate, per quanto riguarda la società a proprietà diffusa, soprattutto su due aspetti. Da un lato si è tentato di valutare la rilevanza dei problemi di agenzia generati dalla diffusione della proprietà, confrontando il valore della società o la sua profittabilità per imprese a proprietà diffusa e non. Ciò dovrebbe indirettamente verificare se gli strumenti identificati sopra sono efficaci nel ridurre i problemi di agenzia. Dall'altro si è cercato di valutare direttamente l'efficacia del mercato per il controllo societario, analizzando gli effetti delle acquisizioni.

⁷³ Sia nel senso di supervisione al comportamento del management sia di quello di allocazione efficiente del controllo.

Questo tipo di studi empirici potrebbero essere un primo passo nella direzione di un confronto tra diversi "sistemi" di controllo. Nel sistema della public company, si è visto, è implicito un problema di agenzia, che implica presumibilmente risultati inferiori a quelli ottenibili nei casi in cui tale problema non esiste⁷⁴. Tuttavia, questo sistema potrebbe consentire un'allocazione del controllo più efficiente rispetto ad altri sistemi in cui il problema di agenzia non sussiste. D'altra parte il confronto diretto degli effetti sulla performance delle imprese di diversi sistemi di controllo è empiricamente assai complesso, data l'influenza che hanno sui risultati fattori di difficile misurazione, quali il sistema formativo, quello delle infrastrutture, il grado di integrazione della produzione, ecc..

Gli effetti della dispersione degli azionisti

Anche se non possono essere utilizzate per confrontare la performance di diversi sistemi di controllo delle imprese, tuttavia le analisi empiriche possono fornire alcune utili indicazioni sui risultati di diverse forme di imprese all'interno di uno stesso sistema.

Demsetz e Lehn (1985), Holl (1975), Cubbin e Leech (1983), Leech (1987), Leech e Leathy (1991) analizzano gli effetti della diffusione della proprietà sulla performance delle imprese. I risultati della letteratura a questo proposito non sono univoci: Demsetz e Lehn (1985) non identificano alcuna relazione tra concentrazione della proprietà e profitti della società. Holl (1975) trova che i tassi di profitto sono più elevati e i tassi di crescita inferiori per le imprese controllate dai proprietari: i manager

74 La soluzione di un problema di agenzia con meccanismi di incentivo è sempre di second best.

sarebbero quindi più interessati alla crescita, meno alla massimizzazione dei profitti. Il livello di significatività è tuttavia piuttosto basso. Secondo Leech e Leathy (1991), l'associazione di controllo e proprietà implica un valore di mercato dell'impresa, un livello di profitti e un tasso di crescita maggiori rispetto al caso in cui il controllo risulta "separato" dalla proprietà⁷⁵.

Morck e altri (1988a), come accennato sopra, trovano che il valore della società aumenta con la quota di proprietà del management, in modo non lineare: questo spiegherebbe la difficoltà degli autori precedenti nel trovare una relazione lineare significativa.

Parrebbe pertanto che la coincidenza di proprietà e controllo induca una performance superiore (naturale conseguenza del problema di agenzia, le cui soluzioni sono tutte di second best); è tuttavia difficile valutare quanto i risultati siano robusti e da quanti fattori non sotto controllo sia influenzato il confronto.

Gli effetti delle acquisizioni

Esiste un'ampia letteratura che tenta di valutare direttamente gli effetti delle acquisizioni (più precisamente le acquisizioni ostili: sono soprattutto queste infatti a svolgere un ruolo

75 La capacità o meno degli azionisti di realizzare un controllo sull'operato dei manager viene valutata sulla base di un metodo probabilistico e tiene conto anche del controllo "potenziale". Se non c'è un gruppo di controllo forte, per studiare gli effetti della separazione tra proprietà e controllo è rilevante considerare il modello di voto della minoranza. In alcuni casi la separazione potrebbe non esistere, nonostante l'assenza di un gruppo di maggioranza (cfr. Leech, 1987; Cubbin e Leech, 1983).

"disciplinatore" sull'operato del management^{76 77)} e quindi l'efficacia del mercato per il controllo societario nel ridurre i problemi di agenzia e assicurare un'allocazione efficiente del controllo. I temi che vengono affrontati nei lavori empirici possono essere raggruppati nel seguente modo:

- a) quali sono le condizioni delle imprese acquisite (le acquisizioni sono effettivamente un meccanismo che corregge situazioni di gestione non ottimale?);
- b) quali sono gli effetti delle acquisizioni sul valore dell'impresa o sulla sua produttività (le acquisizioni generano un'allocazione migliore del controllo dell'impresa?);
- c) quali sono gli effetti delle acquisizioni sul turnover del management (le imprese richiedono effettivamente un cambiamento nel controllo?⁷⁸⁾.

a) Per quanto riguarda il primo punto, le acquisizioni ostili sono più frequenti per le imprese più piccole della media, più vecchie, con una crescita inferiore e una valutazione peggiore. Sono inoltre più facili se non sono gestite dai membri della famiglia che ha

76 Le principali ondate di acquisizioni (in tempi recenti) si sono verificate negli anni settanta e ottanta. Il loro livello è in discesa dalla fine degli anni ottanta.

77 Vi sono altri motivi per cui le acquisizioni vengono realizzate, che non fanno riferimento a problemi di agenzia o di allocazione efficiente del controllo. Questi riguardano la realizzazione di sinergie (operative, finanziarie, da diversificazione) tra imprese, possibili vantaggi fiscali, la realizzazione di potere monopolistico (cfr. Romano, 1992). Ciò rende più difficile la valutazione empirica dei processi. Per analizzare gli effetti delle acquisizioni occorrerebbe infatti poter distinguere tra le motivazioni.

78 Questo andrebbe comunque posto in relazione ai risultati conseguiti dal nuovo management.

fondato la società, e se la proprietà dei manager è ridotta (Morck e altri, 1988b)⁷⁹. Esiste inoltre una relazione negativa tra produttività dell'impresa (rispetto alla media dell'industria cui appartiene) e cambiamento di proprietà: in media, chi sperimenta cambiamenti di proprietà ha produttività iniziale inferiore alla media dell'industria (Lichtenberg, 1992). Tutto ciò sarebbe coerente con l'ipotesi che le acquisizioni ostili siano uno strumento di correzione di inefficienze.

b) La maggior parte dei lavori empirici trova inoltre che gli azionisti dell'impresa acquisita si avvantaggiano in termini di aumenti straordinari nel prezzo delle azioni (in media tali guadagni erano pari a circa il 19 per cento negli anni sessanta, al 35 per cento negli anni settanta, al 30 per cento negli anni ottanta), mentre gli azionisti dell'impresa acquirente beneficiano in modo limitato (tali benefici si sono ridotti tra gli anni sessanta e settanta, per divenire perdite negli anni ottanta, forse anche a causa di una maggiore concorrenza tra raiders)⁸⁰. Ciò sembrerebbe indicare che l'acquisizione consente un aumento nel valore dell'impresa acquisita (è quindi uno strumento di efficace allocazione del controllo), quasi interamente appropriato dai suoi

79 Tuttavia le acquisizioni ostili sembrano riguardare soprattutto i casi di industrie in declino o soggette a rapidi mutamenti, nelle quali i manager potrebbero essere restii a prendere misure a danno degli occupati o di altri agenti legati all'impresa, mentre nei casi di risultati d'impresa inferiori alla media dell'industria lo strumento di correzione principale sembra risiedere nei consigli di amministrazione.

80 Cfr. Jarrell, Brickley e Netter (1988); Jensen e Ruback (1983); Morck, Shleifer e Vishny (1988b).

azionisti⁸¹. I maggiori guadagni per l'impresa acquisita sembrano provenire dalla riallocazione di parti dell'impresa ad altre imprese nella stessa industria (Jarrell e altri, 1988; Bhagat e altri, 1990). I mutamenti di proprietà sono inoltre associati in media a un aumento nella produttività dell'impresa superiore a quello del settore (Lichtenberg, 1992). Tuttavia, poiché in media il livello iniziale è assai inferiore, solo dopo diversi anni l'impresa raggiunge i livelli di produttività del settore. Anche queste evidenze sembrano coerenti con un effetto disciplinatore delle acquisizioni.

c) Infine le acquisizioni ostili inducono un turnover del management più elevato che in tempi "normali"⁸². In particolare, le acquisizioni che generano maggiore turnover del management sono di imprese sottovalutate prima del cambiamento di proprietà. Walsh ed Ellwood (1991) tuttavia trovano che, sebbene le acquisizioni siano in generale seguite da un alto tasso di sostituzione dei top managers, non vi è una chiara correlazione tra andamento dell'impresa prima dell'acquisizione e sostituzione del management dopo l'acquisizione, ovvero non necessariamente imprese con risultati peggiori sperimentano un turnover più elevato del management. Lichtenberg

81 Risulta estremamente difficile valutare gli effetti redistributivi globali delle acquisizioni: questi dovrebbero infatti includere le variazioni nella ricchezza degli occupati, in quella dei fornitori e degli stessi manager. Non sono rilevanti invece i trasferimenti di ricchezza dagli azionisti dell'impresa acquirente (valutazione in eccesso dell'impresa acquisita), i guadagni di efficienza ottenuti mediante la riduzione dei costi del lavoro, gli extraprofiti ottenibili grazie a un aumento nel potere di mercato. Qualche rilevanza hanno i motivi fiscali e la riduzione degli investimenti in eccesso in alcune industrie in particolare (dove la disponibilità di cash flow in eccesso potrebbe aver indotto i manager a investire più di quanto ottimale per l'impresa) (cfr. Bhagat e altri, 1990).

82 Cfr. Martin e McConnell (1991).

(1992) trova che la crescita dell'occupazione di supporto al management⁸³ nei casi di cambiamento di proprietà è inferiore alla media degli altri casi.

Indicazioni sulla validità delle acquisizioni vengono anche dall'analisi empirica degli effetti dell'introduzione di misure anti-takeover: se queste richiedono l'approvazione degli azionisti (l'introduzione di maggioranze più ampie per le votazioni, le ristrutturazioni del capitale in più classi con diversi diritti di voto), in generale sono meno dannose per l'impresa rispetto alle misure che invece non richiedono l'approvazione degli azionisti.

In conclusione le evidenze empiriche, sebbene non sempre robuste, sembrano suffragare l'ipotesi che il mercato per il controllo societario sia uno strumento di efficiente allocazione del controllo.

5.4 Una valutazione complessiva

È possibile trarre alcune conclusioni dalla discussione dei paragrafi precedenti sul "funzionamento" del sistema dell'impresa a proprietà diffusa, sia sotto il profilo della soluzione del problema di agenzia, sia sotto quello dell'allocazione efficiente del controllo?

Sono stati discussi una serie di strumenti che aiutano a ridurre i conflitti di interesse e che permettono un più efficiente operare del mercato per il controllo societario. In particolare si è evidenziato come siano necessarie regole sui comportamenti degli agenti coinvolti e sul funzionamento dei mercati, e intermediari

⁸³ L'ipotesi è che il top management tenti in generale di proteggere soprattutto i propri diretti subordinati.

che, grazie alle economie presenti in alcune attività, svolgano alcune funzioni che risulterebbero troppo costose per i singoli individui.

Tra le regole a protezione degli azionisti risultano particolarmente rilevanti quelle che consentono la trasparenza e la migliore diffusione dell'informazione (regole sulla tenuta dei bilanci, sui doveri di comunicazione del management e degli amministratori), quelle che definiscono i doveri degli agenti coinvolti (doveri fiduciari, normative sulle acquisizioni, sulle misure anti acquisizione, sulla possibilità di introdurre schemi di incentivi), quelle che regolano il mercato dei capitali e il mercato per il controllo societario (responsabilità degli amministratori, pubblicità delle operazioni, ecc.)⁸⁴. Vale forse la pena di sottolineare che tali norme possono essere frutto di

84 L'evoluzione della regolamentazione statunitense sulle acquisizioni è un esempio di come si sia modificata la percezione dei limiti al funzionamento del mercato per il controllo societario. Fino al 1968 le acquisizioni non erano soggette a obblighi di pubblicità. Il Williams Act (legge federale del 1968) introdusse il limite del 5 per cento per l'acquisto di azioni senza alcun obbligo di pubblicità, che doveva servire a protezione degli investitori. All'inizio degli anni settanta si diffusero molte leggi statali (la prima generazione) che, imponendo obblighi di pubblicità molto pesanti, rendevano di fatto le acquisizioni molto onerose (rallentandole e facilitando le difese). Queste leggi vennero dichiarate incostituzionali dalla Corte suprema nel 1982. Ciò diede però il via all'introduzione di misure anti acquisizione negli statuti delle società. Le decisioni degli amministratori nei casi di acquisizione vengono ora generalmente giudicate facendo ricorso alla business judgement rule. La sua applicazione più recente (dopo una decisione della Corte suprema del Delaware del 1985) sposta tuttavia l'onere della prova (di essersi cioè comportati nell'interesse degli azionisti) sugli amministratori, che devono dimostrare sia l'effettivo pericolo per la società sia la ragionevolezza della difesa rispetto a tale pericolo (enhanced business judgement rule) (Block e altri, 1989).

regolamentazione specifica (come negli Stati Uniti) o di forme di autoregolamentazione e codici di comportamento (come nel Regno Unito).

La necessità di intermediari i quali svolgano attività di raccolta di informazione, di coordinamento degli azionisti, di valutazione delle imprese, di raccolta dei capitali è conseguenza del fatto che spesso tali attività godono di economie di scala: i costi di queste attività sarebbero troppo elevati per i singoli agenti; è pertanto efficiente che esse siano svolte da pochi agenti. Data la presenza di rilevanti asimmetrie informative, è inoltre necessario che essi godano di sufficiente reputazione. Banche d'affari e studi legali svolgono precisamente questo ruolo nel sistema anglosassone.

Tutto questo va tenuto presente nel valutare complessivamente la desiderabilità di questo modello. Esso infatti è difficilmente proponibile se non è associato allo sviluppo di questi strumenti oltre che naturalmente alla presenza di uno sviluppato mercato per le azioni delle imprese.

6. Il confronto con la struttura del controllo continentale

Nel dare soluzione al problema dell'allocazione del controllo e del finanziamento alla crescita, al sistema delle public companies viene contrapposto in generale il sistema dell'Europa continentale e del Giappone⁸⁵.

⁸⁵ Per un esame del sistema tedesco cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini (1993) e Trento (1993); per il caso giapponese cfr. ancora Trento (1993).

Come è stato discusso sopra, le diverse modalità con cui i sistemi finanziari hanno finanziato il settore produttivo sono intrinsecamente legate alle modalità di allocazione ed esercizio del controllo.

Nei paesi anglosassoni il problema del finanziamento alla crescita delle imprese è stato, almeno in parte, risolto con la diffusione della proprietà, mediante il ricorso al mercato azionario: negli Stati Uniti, l'iniziale intermediazione delle banche d'affari venne poi bloccata dalla regolamentazione che impedì la concentrazione del potere finanziario. In Gran Bretagna la maggiore concentrazione della ricchezza presso le famiglie indusse un'evoluzione più lenta, che comunque passò per l'ormai sviluppato mercato azionario. Il sistema anglosassone, per questo motivo, viene anche definito market based (Berglöf, 1990). L'evoluzione della struttura proprietaria negli Stati Uniti e in Gran Bretagna ha portato a una concentrazione delle quote presso investitori istituzionali e singoli investitori (nel 1985 negli Stati Uniti il 66 per cento delle azioni era in mano a singoli investitori e il 15 in mano a investitori istituzionali; nel Regno Unito il 17 per cento delle azioni erano in mano a singoli investitori e il 49 in mano a investitori istituzionali⁸⁶).

In Germania⁸⁷ il problema del finanziamento alla crescita è stato risolto in misura maggiore con capitale di debito e con una partecipazione maggiore delle banche al capitale di rischio. Il sistema tedesco per questo motivo viene definito bank based (Berglöf, 1990).

In Germania l'evoluzione della struttura ha portato alla

86 Cfr. Charkham (1989).

87 Il caso giapponese, sotto questo profilo, è simile (cfr. Trento, 1993); quello francese è intermedio tra i due sistemi (cfr. Cardilli, Pinzani e Signorini, 1993).

concentrazione delle quote di proprietà nelle banche (il 9 per cento nel 1985; va aggiunto però che una parte rilevante delle quote dei privati, il 17 per cento, viene gestita dalle banche, per mezzo di un sistema di deleghe) e nelle altre imprese (36 per cento)⁸⁸.

Il metodo di finanziamento è stato strettamente legato alle modalità di allocazione ed esercizio del controllo nei due sistemi. Nel mondo anglosassone il controllo è stato esercitato dai manager, per delega degli azionisti, e le soluzioni ai problemi di agenzia e dell'allocazione efficiente del controllo, sono state affidate per lo più a meccanismi esterni all'impresa⁸⁹ (in questo senso il sistema anglosassone viene definito anche outsider system⁹⁰). In Germania la separazione tra proprietà e controllo non ha portato a un'eccessiva diffusione. Il controllo delle imprese è rimasto ai creditori (banche) e alle altre imprese, che lo esercitano attraverso la supervisione diretta del management⁹¹ (il sistema tedesco è quindi anche definito insider system⁹²).

Nel sistema continentale, quindi, da un lato il problema di agenzia sarebbe più limitato. Dall'altro il problema dell'allocazione efficiente del controllo verrebbe risolto

88 Cfr. Charkham (1989).

89 Il sistema si caratterizza quindi per un elevato numero di imprese quotate, per un mercato dei capitali liquido dove proprietà e diritti di controllo vengono scambiati frequentemente, in cui vi sono pochi casi di proprietà incrociata.

90 Cfr. Franks e Mayer (1992).

91 Il sistema è caratterizzato da un basso numero di imprese quotate, da un mercato dei capitali illiquido dove proprietà e controllo non vengono scambiati frequentemente (quanto meno non sul mercato azionario), da sistemi complessi di possesso di quote tra gruppi; inoltre da un rapporto debito bancario/capitale proprio più elevato, da una proprietà (sia di debito che di capitale) meno diffusa e più stabile nel tempo.

92 Cfr. Franks e Mayer (1992).

attraverso riorganizzazioni interne nei casi in cui ciò si rendesse necessario.

Un confronto tra i due sistemi sotto il profilo della capacità di risolvere in modo efficiente i due problemi è arduo⁹³. E' possibile tuttavia tentare di verificare se e in che modo il sistema insider risolva alcuni dei problemi che nella public company risultano più controversi.

Sotto il profilo della capacità effettiva del sistema di risolvere il problema di agenzia, viene recentemente sempre più messa in discussione l'efficacia dei "rimedi" forniti dal mercato, in particolare dal mercato per il controllo societario, anche in seguito all'ampia diffusione di misure di difesa dei manager. Viene quindi sostenuta la necessità di un ruolo più attivo dei consigli di amministrazione e degli stessi azionisti. Questo avvicinerrebbe il sistema anglosassone a quello continentale. Per quanto riguarda la capacità di garantire un'allocazione efficiente del controllo, viene sottolineato il rischio di un'"eccessiva" supervisione sui manager (e quindi l'imposizione di eccessivi limiti al potere di controllo), che indurrebbe comportamenti troppo rivolti a obiettivi di breve periodo. Nella sua attività di supervisione e allocazione del controllo, il mercato potrebbe cioè non disporre di sufficienti informazioni per una corretta valutazione delle prospettive di più lungo periodo delle imprese.

Nel sistema insider, la supervisione sull'operato dei manager avviene internamente all'impresa, a opera del consiglio di amministrazione, composto da manager di altre imprese, dai rappresentanti dei creditori (banche), dai rappresentanti dei dipendenti. In particolare i finanziatori, ma anche le altre imprese, sarebbero in grado di realizzare una supervisione "effettiva" del

93 Per una valutazione tutta a favore del sistema continentale, cfr. Albert (1993).

management, che garantirebbe la coerenza dei comportamenti dei manager con gli obiettivi, non tanto degli azionisti, quanto di tutti gli stakeholders dell'impresa. La supervisione interna, con un meccanismo che tuttavia consente una relativa indipendenza del management per periodi sufficientemente lunghi⁹⁴, ridurrebbe il rischio di eccessivo short termism⁹⁵. Tuttavia, da un lato, a questo sistema è associata un'elevata concentrazione del controllo; dall'altro, non è ovvio se l'allocazione del controllo sia efficiente nel senso di consentire effettivamente a chi ne ha le capacità di esercitarlo.

Una valutazione dei due sistemi sotto il profilo dell'efficienza risulta quindi ardua. Come è difficile valutare se le tendenze in atto implicano una convergenza dei sistemi piuttosto che la prevalenza di uno dei due sull'altro.

Vale la pena di notare a questo punto che risulta difficile collocare la struttura italiana in uno dei due schemi. Se da un lato non esiste la forma di public company soggetta al mercato per il controllo societario⁹⁶, dall'altro il modo di finanziamento e l'allocazione del controllo non corrispondono totalmente al caso bank-oriented, data la limitata presenza di partecipazioni delle banche nelle imprese. Se la razionalizzazione dei due primi sistemi è molto preliminare, è ancora da esplorare quella relativa al caso italiano.

94 Il management non può essere rimosso per cinque anni dalla nomina, tranne che per violazione del rapporto fiduciario.

95 Di nuovo, ciò sarebbe possibile anche grazie alle superiori informazioni che i "supervisor" sarebbero in grado di ottenere.

96 Le poche esperienze di public company (ad esempio nei casi di public utilities o di alcune grandi imprese) escludevano il rischio di acquisizione.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Albert, M. (1993), Capitalismo contro capitalismo, Bologna, il Mulino.
- Auerbach, A. (a cura di) (1988), Corporate Takeovers: Causes and Consequences, Chicago, University of Chicago Press.
- Banca d'Italia (1992), Relazione annuale sul 1991, Roma.
- Barca, F. (1993), Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 194.
- , P. Casavola e M. Perassi (1993), Controllo e gruppo: natura economica e tutela giuridica, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.
- , e L. Felli (1991), Fiduciary Duty, Ownership and Control, Cambridge (Mass.), MIT, dattiloscritto.
- , e G. Ferri (1993), Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.
- Berglöf, E. (1990), Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems, in M. Aoki e altri (a cura di), The Firm as a Nexus of Treaties, London, Sage Publications.
- Berle, A. A., e G. C. Means (1932), The Modern Corporation and Private Property, New York, Macmillan.
- Bhagat, S., A. Shleifer e R. Vishny (1990), Hostile Takovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization, in "Brookings Papers on Economic Activity", n. 1 pp. 1-84.
- Block, D. J., N. E. Barton e S. A. Radin (1989), The Business Judgement Rule, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Brandenburger, A., e B. Polak (1992), When Managers Cover Their Posteriors, Boston e Cambridge (Mass.), Harvard Business School e Harvard University, dattiloscritto.
- Cardilli, D., L. Pinzani e P. Signorini (1993), Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 197.
- Chandler, A. (1977), The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.

- _____ (1990), Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism, Cambridge (Mass.), Harvard University Press.
- Charkham, J. (1989), Corporate Governance and the Market for Corporate Control of Companies, Bank of England Panel Papers, n. 25.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (1992), Report, London, Burgess Science Press.
- Cubbin, J., e D. Leech (1983), The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement, in "Economic Journal", n. 93, pp. 351-69.
- Dann, L.Y., e H. De Angelo (1988), Corporate Financial Policy and Corporate Control, in "Journal of Financial Economics", n. 20.
- De Angelo, H., e L. De Angelo (1985), Managerial Ownership of Voting Rights, in "Journal of Financial Economics", n. 14, pp. 33-69.
- De Long, J. B. (1990), Did J. P. Morgan's Men Add Value? A Historical Perspective on Financial Capitalism, NBER Working Paper, n. 3426.
- Demsetz, H., e K. Lehn (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, in "Journal of Political Economy", n. 93, pp. 1155-77.
- Economist (The) (1990), Redirecting Directors, 17 novembre, pp. 19-20
- _____ (1993), Return of the Active Shareholder, 30 gennaio, pp. 18-19
- Franks, J., e C. Mayer (1990), Corporate Ownership and Corporate Control: A Study of France, Germany and the U.K., in "Economic Policy", n. 1, pp. 189-232.
- _____ (1992), Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence, London, London Business School e City University Business School, maggio, dattiloscritto.
- Golbe D., e L. J. White (1988), A Time-Series Analysis of Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy, in Auerbach (1988).
- Grossman, S. J., e O. D. Hart (1980), Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation, in "The Bell Journal of Economics", n. 11, pp. 42-64.
- _____ (1982), Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in J. McCall (a cura di), The Economics of Information and Uncertainty, Chicago, University of Chicago Press.

- _____ (1988), One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 175-202.
- Hannah, L. (1976), The Rise of the Corporate Economy, London, Methuen.
- Harris, M., e A. Raviv (1988), Corporate Governance Voting Rights and Majority Rules, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 203-35.
- _____ (1988), Corporate Control Contests and Capital Structure, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 55-86.
- Hart, O. D. (1987), Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations, MIT Working Papers, n. 441.
- _____ (1992), An Economist's View of Fiduciary Duty, London, London School of Economics, dattiloscritto.
- _____ (1993), Theories of Optimal Capital Structure: A Managerial Discretion Perspective, di prossima pubblicazione in M. Blair (a cura di), Takeovers, LBO and Changing Corporate Forms, Washington, The Brookings Institution.
- Holderness, C. G., e D. P. Sheenan (1988), The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 317-46.
- Holl, P. (1975), Effects of Control Type on the Performance of the Firm in the U.K., in "Journal of Industrial Economics", n. 23, pp. 257-71.
- Jarrell G. A., J. A. Brickley e J. M. Netter (1988), The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence since 1980, in "Journal of Economic Perspectives", inverno, pp. 49-68.
- Jenkinson, T., e C. Mayer (1993), The Assessment: Corporate Governance and Corporate Control, in "Oxford Review of Economic Policy", n. 3, pp. 1-10.
- Jensen, M. (1984), Takeovers: Folklore and Science, in "Harvard Business Review", n. 6, pp. 109-21.
- _____ (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in "American Economic Review", n. 76, pp. 323-29.
- _____ (1988), Takeovers: Causes and Consequences, in "Journal of Economic Perspectives", pp. 21-42.
- _____ (1989), Eclipse of the Public Corporation, in "Harvard Business Review", sett.-ott., pp. 61-74.

- , e W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in "Journal of Financial Economics", n. 3, pp. 305-60.
- , e K. Murphy (1990), Performance Pay and Top-Management Incentives, in "Journal of Political Economy", vol. 98, pp. 225-264.
- , e R. Ruback (1983), The Market for Corporate Control, in "Journal of Financial Economics", n. 11, pp. 5-50.
- Lazonick, W. (1992), Controlling the Market for Corporate Control: The Historical Significance of Managerial Capitalism, in "Industrial and Corporate Change", n. 3, pp. 445-88.
- Lease, R., J. McConnell e W. Mikkelson (1984), The Market Values of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations, in "Journal of Business", n. 57, pp. 443-67.
- Leech, D. (1987), Corporate Ownership and Control: A New Look at the Evidence of Berle and Means, in "Oxford Economic Papers", n. 39, pp. 534-51.
- , e J. Leathy (1991), Ownership Structure, Control Type Classifications and the Performance of Large British Companies, in "Economic Journal", novembre, pp. 1418-37.
- Li, S. (1992), A Theory of Corporate Scope and Financial Structure, Cambridge (Mass.), MIT, dattiloscritto.
- Lichtenberg, F. R. (1992), Corporate Takeovers and Productivity, Cambridge (Mass.), MIT Press.
- Malatesta, P. H., e R. A. Walkling (1988), Poison Pill Securities, in "Journal of Financial Economics", n. 20, pp. 347-76.
- Manne H. (1965), Mergers and the Market for Corporate Control, in "Journal of Political Economy", n. 73, pp. 110-20.
- Martin, K. J., e J. J. McConnell (1991), Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover, in "Journal of Finance", vol. 46, pp. 671-87.
- Milgrom, P. e J. Roberts (1992), Economics, Organization & Management, Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Mitchell, M. L., e K. Lehn (1990), Do Bad Bidders Become Good Targets?, in "Journal of Political Economy", vol. 98, pp. 372-98.
- Morck, R., A. Shleifer e R. Vishny (1988a), Management Ownership, and Market Valuations, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 293-315.

-
- (1988b), Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers, in Auerbach (1988).
-
- (1989), Alternative Mechanisms for Corporate Control, in "American Economic Review", vol. 79, pp. 842-52.
-
- (1990), Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?, in "Journal of Finance", n. 45, pp. 31-48.
- Nyman, S., e A. Silberston (1978), The Ownership and Control of Industry, in "Oxford Economic Papers", vol. 30, pp. 74-101.
- Payne, R. L. (1974), British Entrepreneurship in the Nineteenth Century, London, Macmillan.
- Roll, R. (1986), The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in "Journal of Business", n. 59, pp. 197-216.
- Romano, R. (1992), Takeovers: Theory, Evidence and Regulations, in "Yale Journal on Regulation", vol. 9.
- Scharfstein, D. S., e J. C. Stein (1990), Herd Behavior and Investment, in "American Economic Review", vol. 80, pp. 465-79.
- Shleifer A., e R. Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, in "Journal of Political Economy", n. 94, pp. 461-88.
-
- (1988), Value Maximization and the Acquisition Process, in "Journal of Economic Perspectives", inverno, pp.7-20.
- Schneider-Lenné, E. R. (1993), Corporate Control in Germany, in "Oxford Review of Economic Policy", n. 3, pp. 11-23.
- Stein, J. C. (1988), Takeover Threats and Managerial Myopia, in "Journal of Political Economy", vol. 96, pp. 61-80.
-
- (1989), Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: a Model of Myopic Corporate Behavior, in "Quarterly Journal of Economics", pp. 655-69.
- Stulz, R. M. (1988), Managerial Control of Voting Rights, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 25-54.
- Thadden, E. L. von (1990), The Efficiency of the Market for Corporate Control, in "Kyklos", aprile, pp. 635-58.
- Trento, S. (1992), Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 196.

- Walsh, J. P., e J. W. Ellwood (1991), Mergers, Acquisition, and the Pruning of Managerial Deadwood, in "Strategic Management Journal", n. 12.
- S. G. Warburg (1992), Key Aspects in the Transfer of Ownership, London.
- Weibach, M. S. (1988), Outside Directors and Chief Executive Officers Turnover, in "Journal of Financial Economics", n. 88, pp. 431-50.

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. JAPPELLI (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).
- n. 194 — *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, di F. BARCA (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.*

