

**L'aumento del premio di controllo è tendenzialmente associabile a situazioni nelle quali la tutela degli azionisti di minoranza è più debole ed è proprio allora che gli indicatori di governance presentano valori più contenuti e denotano una difformità rispetto alla normativa e ai codici di autodisciplina**

## Corporate governance e tutela delle minoranze azionarie in Italia

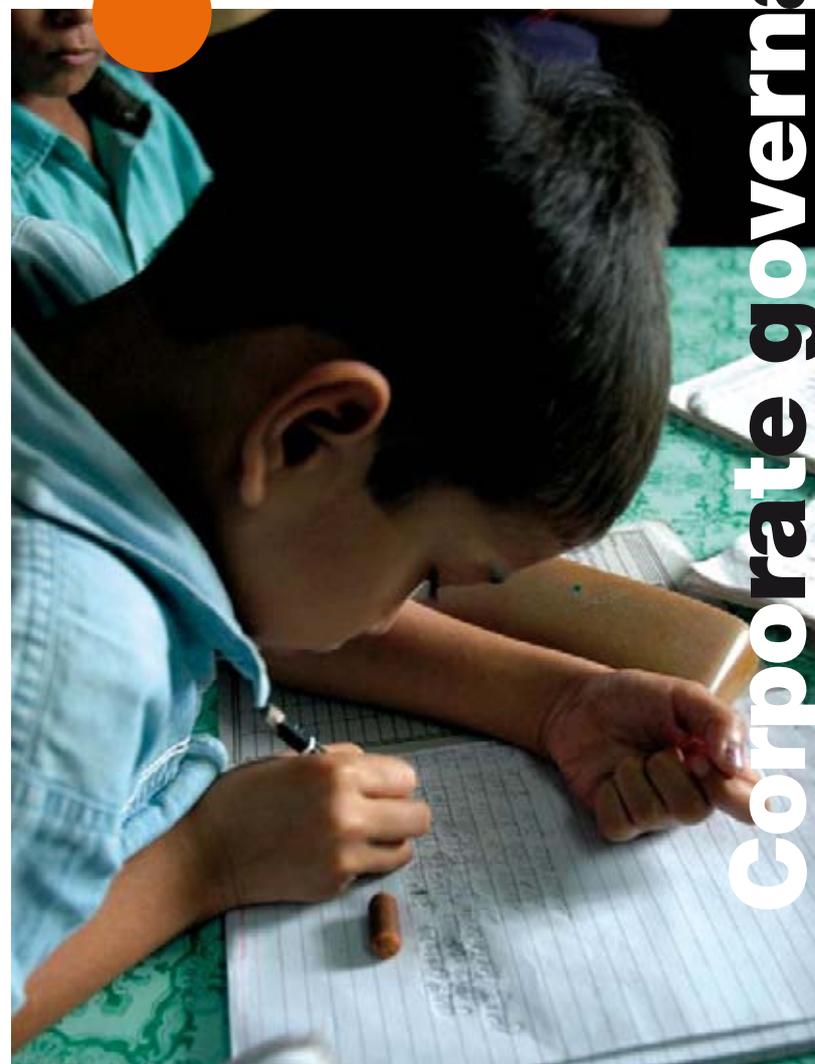
**Giuseppe Sancetta**

Università degli Studi di Roma  
"La Sapienza"

**Alessandro Gennaro**

Università degli Studi di Roma  
"La Sapienza"

L'obiettivo del paper è valutare il contributo di un sistema di governance a tutelare gli azionisti di minoranza. Gli autori intendono delineare, inizialmente, le possibili definizioni del termine in questione unitamente ai problemi relativi al livello di efficacia ed efficienza di un sistema di governance; in seguito, affrontare le problematiche attinenti ai premi di maggioranza nelle Offerte pubbliche di acquisto (Opa) e al livello di conformità dei sistemi di governance ai codici di autodisciplina; infine, tramite un'osservazione delle Opa avvenute in Italia negli ultimi anni, opportunamente selezionate, definire il grado di correlazione tra assetti di governance, misurati in termini di conformità ai codici di autodisciplina, e livello dei premi di controllo nelle Opa. Al riguardo, va considerato che, qualora la governance fosse in grado di tutelare appropriatamente gli azionisti di minoranza, la correlazione tra grado di conformità degli assetti in questione alle best practice e premi di controllo dovrebbe essere negativa. Infatti, a una governance adeguata dovrebbero corrispondere premi contenuti; ciò significherebbe che i vantaggi associati al controllo sono limitati e, quindi, che vi è una corretta distribuzione del valore agli azionisti.



### DEFINIZIONI DI CORPORATE GOVERNANCE

Il termine corporate governance, nella dottrina italiana e internazionale, viene spesso utilizzato per delineare concetti differenti. È possibile, tuttavia, ricondurre le varie accezioni a due approcci fondamentali: il primo tende a dare al termine in questione un significato più limitato orientato prevalentemente agli aspetti giuridico-formali della tutela degli interessi azionari; il secondo è fondato su una concezione ampia della governance che non attribuisce rilevanza esclusivamente agli aspetti istituzionali e alle istanze degli azionisti ma si interessa della salvaguardia di tutti gli stakeholder. A titolo esemplificativo, nella dottrina angloamericana, il termine in questione è stato definito come l'insieme degli strumenti mediante i quali viene garantito un rendimento adeguato agli investimenti dei fornitori di capitale<sup>1</sup>. Viceversa, nella dottrina economico aziendale italiana, l'espressione oggetto di esame viene spesso impiegata per indicare le caratteristiche di struttura e di funzionamento degli organi di controllo e di governo di un'impresa, le loro interazioni reciproche e il loro rapporto con gli organi rappresentativi degli azionisti e della struttura manageriale<sup>2</sup>. Un approccio più ampio potrebbe, peraltro, considerare anche altri eventuali soggetti portatori d'interessi, i quali, in taluni casi, possono essere dei veri e propri potenziali stakeholder strategici. Una definizione che non incorpori solamente le istanze dei soggetti fornitori di capitale è quella secondo cui il concetto di governance è da intendersi il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia interna-

mente sia esternamente, nei confronti della gestione di un'azienda, al fine di salvaguardare gli interessi di tutti i soggetti portatori di un interesse specifico, ovvero l'insieme dei meccanismi che esercitano una sensibile influenza sull'allocazione del potere di direzione e di governo di un'impresa<sup>3</sup>. Tale accezione di corporate governance, seppur focalizzata sulle problematiche di gestione aziendale, deve essere interpretata all'interno del quadro di riferimento teorico tipico della cosiddetta *stakeholder theory*<sup>4</sup>.

L'accezione di governance adottata nell'ambito del presente lavoro si fonda su un approccio ampio alle problematiche di governo e fa riferimento al sistema di meccanismi che definisce:

- i diritti e i comportamenti dei soggetti portatori di interessi specifici;
- la struttura e le responsabilità degli organi societari in cui essi sono rappresentati, principalmente di quelli che esercitano un'influenza rilevante sul governo e sulla gestione aziendale;
- i soggetti che, pur non facendo parte degli organi di governo, sono legittimati a che i propri interessi siano correttamente tenuti in considerazione nelle scelte di creazione e condivisione del valore<sup>5</sup>.

### CORPORATE GOVERNANCE E DISTRIBUZIONE DEL VALORE

Una corporate governance efficace ed efficiente è in grado di contribuire in maniera rilevante al processo di creazione e ripartizione del valore economico d'impresa. In particolare, nell'ambito dell'indagine, l'aspetto che si intende maggiormente approfondire

<sup>1</sup> Secondo quanto sostenuto da SHLEIFER A., VISHNY R., "A Survey of Corporate Governance" in *Journal of Finance*, Vol. 52, June, 1997 "Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assume themselves of getting a return on their investment".

<sup>2</sup> CODA V., *Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in AA.Vv., *Scritti di Economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, Tomo I, Cedam, Padova, 1997, pag. 333.

<sup>3</sup> Nello studio di CODA V., *Trasparenza informativa e cor-*

*rettezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto*, in AA.Vv., *Scritti di Economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano*, Tomo I, op.cit., pag. 335, si legge: "tutti i meccanismi che in un sistema economico incidono sull'allocazione del potere di governo e di direzione

di imprese ed enti produttivi e configurano il sistema di governance in senso allargato".

<sup>4</sup> FREEMAN R.E., *Strategic management. A stakeholder approach*, Pitman, 1984.

<sup>5</sup> COLOMBI F., *Baricentro Finanziario*, Strategie & Finanza, Roma, 1995.

non è tanto quello della creazione, quanto quello di una corretta ripartizione della ricchezza generata; si ritiene, infatti, che questa possa originare una sorta di circolo virtuoso in cui una giusta partecipazione al valore creato alimenta il vantaggio competitivo dell'azienda e ne consolida le capacità di creare nuovo valore.

Il sistema di governance può costituire uno strumento di creazione di valore essendo potenzialmente in grado, interagendo con gli altri fattori che caratterizzano il sistema aziendale, di contribuire in maniera rilevante alle problematiche relative:

- al processo di formulazione e attuazione delle strategie aziendali;
- agli investimenti sul capitale umano dell'impresa;
- alla chiarezza e congruità dell'informazione, contabile ed extra-contabile, d'impresa e alla trasparenza della gestione nei confronti degli stakeholder interni ed esterni.

Gli aspetti precedentemente richiamati possono contribuire a un aumento del rendimento del capitale investito e a una riduzione del costo del capitale dovuta a migliori rapporti con i finanziatori che determinano un maggior grado di affidabilità dell'impresa e una più contenuta percezione del rischio.

In tale ambito, un sistema di corporate governance può essere giudicato efficace nel caso in cui favorisca una riduzione delle appropriazioni di valore a favore dei soggetti più forti a danno degli stakeholder più deboli. L'efficacia di un sistema di governance risiede, dunque, nel contributo che esso dà non soltanto a indirizzare le strategie aziendali verso la creazione di valore economico, ma soprattutto a ripartire correttamente la ricchezza complessivamente generata tra tutti i fornitori di fattori produttivi. Focalizzando l'attenzione agli aspetti finanziari della gestione, se

la governance di un'impresa fosse perfettamente efficace, si dovrebbe verificare un'equa e soddisfacente partecipazione al valore economico complessivamente creato a vantaggio degli azionisti. Verificandosi tale situazione ideale, il valore economico dei benefici privati derivanti dal potere di controllo di un'impresa dovrebbe essere nullo, o comunque trascurabile, indipendentemente dal soggetto aziendale che può detenerlo. Conseguentemente, il valore dei benefici privati derivanti dal potere che un soggetto, o un gruppo di soggetti, detiene all'interno dell'organizzazione imprenditoriale, può correttamente rappresentare un indicatore del grado di inefficacia del sistema di governance.

Alcune misure del valore di tali benefici privati del controllo, riconosciuti in letteratura<sup>6</sup>, sono:

- premio per il diritto di voto;
- premio di maggioranza;
- sconto di minoranza.

Il metodo di valutazione di un sistema di corporate governance basato sul premio per il controllo o sugli sconti di minoranza sembra particolarmente adeguato nel caso di imprese la cui struttura proprietaria non sia altamente e interamente frazionata, ma sia caratterizzata dalla presenza di pacchetti di azioni con diritto di voto mediante i quali è possibile, di fatto, esercitare il controllo dell'impresa da parte di un soggetto o di un gruppo di soggetti.

Con l'espressione premio di controllo si definisce il valore addizionale che un pacchetto di azioni ha rispetto alla corrispondente frazione di valore economico complessivo dei mezzi propri per il fatto di permettere l'effettivo controllo dell'impresa. Il premio di controllo indica, pertanto, lo specifico valore che si assegna al potere di controllare una data impresa, decidendone strategie competitive e politiche funzionali.

<sup>6</sup> BIGELLI M., MENGOLI S., "Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano", in

*Finanza Marketing e Produzione*, n. 17, 1999; BARKALAY M., HOLDERNESS C., "Private Benefits of Control of Public Corporation", in *Journal of*

*Financial Economics*, n. 25, 1989; DICK A., ZINGALES L., "Private Benefits of Control: An International Comparison", in *Journal of Finance*,

April, 2004; ZINGALES L., "The Value of Voting Right: A study of the Milan Stock Exchange", in *Review of Financial Studies*, n. 7, 1994.

Da un punto di vista concettuale, lo sconto di minoranza può essere considerato l'opposto del premio per il controllo. Esso rappresenta una diminuzione del teorico valore di mercato di un pacchetto di azioni minoritarie rispetto al loro valore intrinseco, a causa della mancanza dei benefici derivanti dal controllo e dalla presenza di disutilità conseguenti al non detenere il controllo di un'impresa.

I premi e gli sconti sono dunque estranei al processo valutativo che concorre alla definizione del valore fondamentale; essi riguardano quindi una fase successiva, ancorché non indipendente, rispetto a quella della stima della dimensione economica di un titolo o di una partecipazione<sup>7</sup>. I premi e gli sconti sono rettifiche, rispettivamente in aumento o in diminuzione da applicare eventualmente al valore fondamentale di un titolo o di una partecipazione, per tradurlo in prezzo fattibile in condizioni astratte di mercato.

In letteratura, è stato recentemente ribadito come la differenza tra i prezzi di una partecipazione di maggioranza e di un pacchetto di controllo non sia attribuibile per intero a premi o sconti, in quanto può trarre origine anche da un divario di valori intrinseci, da sinergie riconosciute dall'acquirente al venditore, da fenomeni di ipo diffusione o iper-diffusione del valore<sup>8</sup>. Pertanto, dal semplice confronto fra prezzi di azioni di maggioranza e prezzi di azioni di minoranza, non si deducono mai premi e sconti puri, bensì quantità grezze che riflettono tutti i fattori ora richiamati.

Premi e sconti puri esprimono quindi soltanto elementi additivi o sottrattivi, che derivano da una modifica migliorativa o peggiorativa del profilo rischio rendimento e che non sono già contenuti nella base di valore cui sono applicati. In particolare, in caso di premi di controllo, questi non devono comprendere né il valore delle sinergie, né i miglioramenti gestionali

realizzabili dall'acquirente; questi addendi di valore dovrebbero essere individuati analiticamente nell'ambito del processo che determina il valore potenziale dell'acquisizione.

I prezzi delle azioni di maggioranza e delle azioni di minoranza sono osservabili sul mercato sulla base delle transazioni che avvengono sotto la disciplina dell'Opa<sup>9</sup>. L'offerta pubblica di acquisto di azioni è uno strumento essenziale nei mercati finanziari volto a facilitare l'acquisizione del controllo di una società le cui azioni sono diffuse nel mercato garantendo l'equità nella distribuzione dei premi di maggioranza<sup>10</sup>.

### **CORPORATE GOVERNANCE, RISPONDEZZA AI CODICI DI BEST PRACTICE E PREMI DEI CONTROLLO: UNA RICERCA EMPIRICA**

Il grado di efficienza di un sistema di corporate governance può essere determinato misurandone la rispondenza rispetto a standard di riferimento rappresentati dalle raccomandazioni dei codici di best practice. Con tale espressione, si intende un codice di auto-disciplina in cui vengono stabilite delle raccomandazioni, solitamente statuite da commissioni di esperti riunite in seno alle autorità di gestione o di vigilanza dei mercati, circa i meccanismi e le strutture di governo cui ogni singola impresa dovrebbe adeguarsi. Tali codici non hanno solitamente forza di legge, bensì costituiscono un *corpus* di principi e precetti che le aziende possono adottare volontariamente nell'ambito dei propri processi di governo. L'adeguamento del proprio sistema di corporate governance alle raccomandazioni di un codice di best practice rappresenta una sorta di marchio di qualità che distingue l'impresa dalle concorrenti dinanzi agli stakeholder strategici. La valutazione del grado di efficienza del sistema di governance di una data impresa può avvenire, pertanto, sulla base del grado di adeguamento

<sup>7</sup> GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla Valutazione delle Aziende*, EGEA, Milano, 2005, pag. 898.

<sup>8</sup> GUATRI L., BINI M., *op.cit.*, pag. 901.

<sup>9</sup> BRESCIA MORRA C., SALLO C., "Trasferimento del controllo

societario e Opa obbligatoria: profili di efficienza ed equità", in *Banca Impresa Società*, n. 3, 2002.

<sup>10</sup> BANFI A. (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Isedi, Torino, 2004, pag. 186.

dei meccanismi di governo a quanto raccomandato dal codice di autoregolamentazione. Nel valutare l'osservazione delle raccomandazioni dei codici da parte di un'impresa, occorre considerare il rischio che tali indicazioni siano osservate solo nella lettera, ma non nella sostanza. L'evidenza empirica mostra che il verificarsi di tale circostanza non rappresenta affatto un caso ipotetico.

Il livello di efficacia di un sistema di corporate governance, come osservato, attiene non tanto alla conformità degli assetti in questione alla normativa in vigore quanto alla capacità di favorire la creazione e la distribuzione del valore ai soggetti legittimati. In altre parole, un sistema di governance efficace contribuisce ad aumentare il valore dell'impresa e ne garantisce un'adeguata ripartizione.

In tale contesto, l'obiettivo della nostra indagine empirica è stato determinare il livello di correlazione tra grado di conformità ai codici di best practice sulla corporate governance (efficienza) e tutela delle minoranze azionarie (efficacia). Segnatamente, per misurare il contributo della governance alla tutela degli azionisti di minoranza, abbiamo proceduto a una rilevazione dei premi di maggioranza manifestatisi nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto lanciate nei mercati regolamentati italiani negli ultimi anni. In particolare, abbiamo tentato di verificare se l'adeguamento dei sistemi di governance ai codici di autodisciplina produce una riduzione del premio di maggioranza e, quindi, è in grado di favorire una tutela delle posizioni azionarie minoritarie.

La nostra indagine ha considerato, inizialmente, tutte le imprese oggetto di Opa nel periodo 1999-2005. La scelta del 1999 come annualità iniziale trova giustificazione nel fatto che è il primo periodo amministrativo intero di attuazione delle norme contenute nel Testo Unico Finanza in materia di Opa, il quale è entrato in vigore dal primo luglio 1998<sup>11</sup>; il primo

codice di autodisciplina, elaborato dal comitato per la corporate governance delle società quotate, è stato completato e diffuso nell'ottobre del 1999.

Per l'individuazione, l'analisi e la selezione delle Opa utili allo sviluppo della ricerca empirica, abbiamo proceduto nel seguente modo:

- abbiamo selezionato, dal sito ufficiale della Consob ([www.consob.it](http://www.consob.it)), tutti i prospetti di Opa (suddivisi in Opa preventive parziali, preventive totalitarie, successive e volontarie) presentati nel periodo 1999-2005 per l'acquisizione di titoli di società quotate;
- abbiamo analizzato i prospetti individuati nella loro interezza e abbiamo selezionato quelli relativi a operazioni di acquisto di quantitativi di titoli tali da consentire all'offerente l'assunzione del controllo della società target;
- dalle Opa selezionate in base agli anzidetti criteri, abbiamo escluso quelle con motivazioni industriali. Infatti, in tale situazione, la differenza tra prezzo delle azioni facenti parte del pacchetto di controllo e prezzo di mercato dei titoli può incorporare anche sinergie industriali riconosciute all'acquirente dal venditore. È peraltro noto che tale valore può dipendere anche da altri fattori, quali fenomeni di ipo diffusione oppure di iper diffusione del valore, ma riteniamo che questi siano più difficilmente isolabili. In altri termini, per evitare che la differenza tra prezzo delle azioni facenti parte del pacchetto di controllo e prezzo di mercato dei titoli incorporasse il valore delle sinergie industriali derivanti dall'acquisizione dell'impresa oggetto di Opa, abbiamo limitato l'indagine esclusivamente alle operazioni finanziarie;
- per tutte le società target delle Opa selezionate abbiamo proceduto alla ricerca, attraverso il sito ufficiale di Borsa Italiana ([www.borsaitaliana.com](http://www.borsaitaliana.com)) o i siti ufficiali delle singole società, delle relazioni di corporate governance redatte per l'anno di riferimento delle Opa.

<sup>11</sup>Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

Tabella 1: Opa oggetto d'indagine

NUM	OFFERENTE	TARGET	INIZIO OPA	FINE OPA	TIPOLOGIA OPA
1	NEWCO28 Spa	Autostrade Spa	20/01/2003	21/02/2003	volontaria totalitaria
2	ImpeLux Srd/Coci Spa	Fenetti Spa	05/08/2002	13/09/2002	volontaria totalitaria
3	G.I. Holding Srl	Gildemeister Italiana Spa	30/05/2000	20/04/2003	volontaria totalitaria
4	Holdings Macchine Utensili Spa	Gildemeister Italiana Spa	06/05/2000	31/03/2003	volontaria totalitaria
5	Falio Spa	Savino Del Bene Spa	18/05/2003	23/04/2003	volontaria totalitaria
6	La Leonardo Finanziaria Srl	Beni Stabili Spa	25/10/2004	15/11/2004	obbligatoria totalitaria
7	Sirefid Spa	Dma.I Group Spa	11/08/2004	31/08/2004	obbligatoria totalitaria
8	Omnispartecipazioni Spa	Icnmsi Spa	16/12/2002	13/01/2003	obbligatoria totalitaria
9	ZIFI Srl	Industrie Zignago Santa Margherita Spa	08/08/2005	12/09/2005	obbligatoria totalitaria
10	Biosdue Spa	Snia Spa	22/02/2005	05/04/2005	volontaria totalitaria
11	Diesi Srl	Cartiere Burgo Spa	29/05/2000	15/06/2003	volontaria totalitaria
12	Compart Spa	Montedison Spa	09/05/2000	23/03/2003	volontaria totalitaria

36

Relativamente alle imprese target delle operazioni, abbiamo tentato di misurare il livello di conformità del sistema di governance alle regole contenute nei

codici di autodisciplina in relazione a una serie di indicatori successivamente riportati.

Tabella 2: Indicatori di governance e valori attribuibili

Elemento indagato	Indicatore	Punteggio attribuibile
Composizione del CdA	Presenza di amministratori indipendenti e non esecutivi	0,00 - se assenti; se non dichiarato o se relazione assente 0,33 - se gli amministratori indipendenti sono fino al 25% dei componenti 0,66 - se gli amministratori indipendenti sono tra il 25% ed il 50% del totale 1 - se gli amministratori indipendenti sono la maggioranza
Interclocking directorship	Cumulo di cariche degli amministratori	0,00 - se oltre il 50% degli amministratori ha più cariche, non dichiarato, relazione assente 0,33 - se tra il 25% ed il 50% degli amministratori ha più cariche 0,66 - se fino al 25% degli amministratori ha più cariche 1 - se nessun amministratore ha più cariche
Separazione dei ruoli (P/AD)	Coincidenza di carica tra presidente ed amministratore delegato	0,00 - se c'è coincidenza, non dichiarato, relazione assente 1 - se non c'è coincidenza
Informazioni riservate	Presenza di una procedura per il trattamento delle informazioni <i>price sensitive</i>	0,00 - se non c'è una procedura, non dichiarato, relazione assente 0,33 - se c'è una procedura 0,66 - se ci sono indicazioni sui contenuti della procedura 1 - se la procedura è riportata interamente in relazione
Nominia amministratori	Presenza di un comitato per le proposte di nomina e del meccanismo del voto di lista	0,00 - se non c'è comitato e non c'è voto di lista 0,50 - se vi è la presenza di un comitato 1 - se vi è il meccanismo del voto di lista
Remunerazione amministratori	Presenza di un comitato per la remunerazione e determinazione dei relativi criteri	0,00 - se non c'è un comitato 0,50 - se è previsto un comitato ma non sono indicati i criteri 1 - se vi è un comitato e sono indicati i criteri
Controlli interni	Presenza di un comitato per il controllo interno	0,00 - se non vi è un comitato 1 - se vi è un comitato
Rapporti con gli investitori istituzionali e gli altri soci	Presenza di strutture deputate alla gestione delle relazioni con il sovra-sistema finanziario	0,00 - se non è prevista una struttura 1 - se è prevista una struttura di investor relation
Assemblee	Presenza di un regolamento assembleare	0,00 - se non è previsto un regolamento 1 - se è previsto un regolamento

Al riguardo, va notato che la nostra impostazione trova parziale riscontro anche in altri precedenti contributi<sup>12</sup>.

Dopo aver selezionato gli indicatori, abbiamo definito

<sup>12</sup> Cfr. Brogi M., "Governance, comunicazione e valore negli

intermediari finanziari", in *Rivista AIAF*, n. 47-48/2003.

il livello di conformità della governance delle imprese target nell’ambito delle Opa individuate agli standard stabiliti nel codice di autodisciplina. In merito va sottolineato che, per determinare il punteggio finale relativo alle diverse società, abbiamo attribuito ai di-

versi indicatori un peso similare; infatti, l’introduzione di fattori di ponderazione differenziati ci sembrava eccessivamente arbitraria. Per motivi di spazio, gli indicatori calcolati non vengono richiamati per esteso, ma semplicemente con un riferimento numerico.

**Tabella 3: Valori degli indicatori di governance nelle società oggetto di Opa**

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Elemento indagato	PESO	Autostrad c Spa	Peretti Spa	Gildemeis ter Italiana Spa	Gildemeis ter Italiana Spa	Savino Del Bene Spa	Beni Stabili	Dmail Group Spa	Innisi Spa	Industrie Zignago Santa Margherit a Spa	Enia Spa	Cartiere Burgio Spa	Montedisa on Spa
Composizione del CdA	11,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	66,00%	65,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Interlocking directorship	11,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Separazione dei ruoli (P/AI)	11,11%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%
Informazioni riservate	11,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	66,00%	55,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nomina amministratori	11,11%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	50,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Remunerazione amministratori	11,11%	50,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	50,00%	50,00%	0,00%	0,00%	50,00%	0,00%	0,00%
Controlli interni	11,11%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%
Rapporti con gli investitori istituzionali e gli altri soci	11,11%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	100,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%
Assemblee	11,11%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Governance</b>	<b>100,00%</b>	<b>50,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>77,778%</b>	<b>53,556%</b>	<b>33,222%</b>	<b>0,000%</b>	<b>27,778%</b>	<b>11,111%</b>	<b>11,111%</b>

Dopo aver attribuito agli indicatori di governance i relativi valori abbiamo quantificato i premi di controllo. Dal momento che è estremamente difficoltoso stimare il valore di premi o sconti puri abbiamo considerato, con le dovute cautele, l’intero ammontare del premio per il controllo come variabile proxy dei benefici privati derivanti dal potere di governo dell’impresa.

Al riguardo, osserviamo di aver determinato i premi di controllo calcolando l’eccedenza percentuale del prezzo proposto agli azionisti in sede di Opa rispetto a: i prezzi medi a un mese; i prezzi medi a tre mesi; i prezzi medi a sei mesi; i prezzi medi mensili massimi e minimi verificatisi nei 12 mesi precedenti il lancio dell’Opa.

**Tabella 4: Premi di controllo nelle società oggetto di Opa**

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Elemento indagato		Autostrad c Spa	Peretti Spa	Gildemeis ter Italiana Spa	Gildemeis ter Italiana Spa	Savino Del Bene Spa	Beni Stabili	Dmail Group Spa	Innisi Spa	Industrie Zignago Santa Margherit a Spa	Enia Spa	Cartiere Burgio Spa	Montedisa on Spa
<b>Governance</b>		<b>50,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>0,000%</b>	<b>77,778%</b>	<b>53,556%</b>	<b>33,222%</b>	<b>0,000%</b>	<b>27,778%</b>	<b>11,111%</b>	<b>11,111%</b>
Premio di magg. su prezzo medio 1 mese		16,21%	2,11%	5,63%	9,33%	22,07%	-6,50%	0,21%	4,32%	-2,18%	11,11%	58,83%	21,67%
Premio di magg. su prezzo medio 3 mesi		14,46%	5,52%	15,59%	13,41%	18,92%	-1,40%	0,01%	10,49%	-0,98%	19,21%	65,02%	18,21%
Premio di magg. su prezzo medio 6 mesi		13,50%	5,54%	27,48%	16,05%	18,41%	1,41%	-2,45%	2,34%	3,45%	21,62%	58,75%	11,58%
Premio di magg. su prezzo medio 12 mesi		16,14%	17,31%	25,94%	23,45%	3,12%	13,56%	5,13%	0,88%	8,27%	2,01%	55,82%	9,65%
Premio di magg. su prezzo minimo		34,18%	70,50%	52,80%	40,05%	24,81%	41,52%	27,28%	5,85%	38,81%	46,34%	74,65%	31,00%
Premio di magg. su prezzo massimo		7,95%	2,11%	5,63%	8,53%	-11,57%	-6,50%	-17,11%	-18,12%	-5,97%	-21,47%	40,50%	0,59%

Infine, abbiamo misurato il livello di correlazione tra il grado di conformità del sistema di governance ai codici di autodisciplina (cfr.tabella 3) e la dimensione del premio di controllo (cfr.tabella 4) in modo da

ottenere indicazioni sugli effetti che le best practice consigliate dal codice stesso hanno sulla tutela delle minoranza azionarie.

Tabella 5: **Correlazione tra indicatori di governance e premi di controllo nelle società oggetto di Opa**

Correlazione governance – premio di controllo su prezzo medio 1 mese	-28,342%
Correlazione governance – premio di controllo su prezzo medio 3 mesi	-26,414%
Correlazione governance – premio di controllo su prezzo medio 6 mesi	-39,097%
Correlazione governance – premio di controllo su prezzo medio 12 mesi	-31,388%
Correlazione governance – premio di controllo su prezzo min	-30,594%
Correlazione governance – premio di controllo su prezzo max	-29,645%

38

Dalle risultanze dell'indagine, emerge un coefficiente di correlazione negativo di importo compreso tra -26,414% e -39,097%. Il che sembrerebbe indicare un legame inverso tra livello di conformità della governance alle best practice e dimensione del premio di controllo. Si tratta di risultanze interessanti in quanto pare che le società con assetti di governo più in linea con la normativa e i codici di autodisciplina siano in grado di tutelare in modo più adeguato gli interessi degli azionisti di minoranza. Infatti, l'aumento del premio di controllo è tendenzialmente associabile a situazioni nelle quali la tutela degli azionisti di minoranza è più debole ed è proprio allora che gli indicatori di governance presentano valori più contenuti e, quindi, denotano una difformità rispetto alla normativa e ai codici di autodisciplina.

## CONCLUSIONI

L'indagine effettuata al fine di valutare il contributo della governance alla tutela degli azionisti di minoranza sembra aver condotto a risultanze moderatamente interessanti.

In particolare, come osservato nel paragrafo precedente, esaminando le Opa degli ultimi anni avvenute in Italia con l'obiettivo di assumere il controllo di altre società, emergono risultati che meritano ulteriori sviluppi e approfondimenti. Infatti, il coefficiente

di correlazione tra conformità degli assetti di governance alla normativa e ai codici di autodisciplina e premi di controllo nelle Opa è sistematicamente negativo.

La nostra indagine ha, tuttavia, carattere esplorativo in considerazione della limitata numerosità delle operazioni individuate. Purtroppo, non è stato possibile identificare altre Opa ai fini della ricerca in quanto tutte le altre operazioni non presentavano le connotazioni a nostro giudizio fondamentali per essere prese in considerazione. A titolo esemplificativo, in alcune Opa, l'offerente già controllava la target; in altre, il lancio è stato effettuato per acquisire il controllo di altre entità, ma per motivazioni industriali; in tale situazione, la differenza tra prezzo offerto e prezzo di mercato incorpora il valore di sinergie di carattere operativo non determinabili.

Comunque, il fatto che la correlazione tra indicatori di governance e premio di controllo sia sempre negativa e di ammontare non molto dissimile (cfr.tabella 5) rappresenta un elemento non sottovalutabile.

La ricerca, dunque, rappresenta un tentativo di esplorazione dei possibili legami tra adeguatezza degli assetti di governance e tutela delle minoranze che può essere esteso anche a ulteriori future Opa italiane, nonché ad altri mercati geografici simili al nostro considerandone le specificità normative.

**BIBLIOGRAFIA**

- AA.VV., *Diritto delle società*, Giuffrè Editore, Milano, 2005.
- BARKALAY M., HOLDERNESS C., "Private Benefits of Control of Public Corporation", in *Journal of Financial Economics*, n. 25/1989.
- BHAGAT S., JEFFERIS R., *The Econometrics of Corporate Governance Studies*, The MIT Press, Boston, 2002.
- BIGELLI M., MENGOLI S., "Acquisizioni di imprese e benefici privati dei gruppi di controllo: alcune evidenze empiriche per il mercato italiano", in *Finanza Marketing e Produzione*, n. 17/1999.
- BRESCIA MORRA C., SALLEO C., "Trasferimento del controllo societario e Opa obbligatoria: profili di efficienza ed equità", in *Banca Impresa Società*, n. 3/2002.
- BROGI M., "Governance, comunicazione e valore negli intermediari finanziari", in *Rivista AIAF* n. 47-48/2003.
- CAPASSO A., *Assetti proprietari e governo d'impresa. Corporate governance e risorse immateriali*, Cedam, Padova, 1996.
- CODA V., "Introduzione" in MOLteni M. (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano, 1997.
- CODA V., "Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto", in AA. VV., *Scritti di Economia aziendale in memoria di Raffaele D'Oriano, Vol. I*, Cedam, Padova, 1997.
- COLOMBI F., *Baricentro Finanziario*, Strategie & Finanza, Roma, 1995.
- COLOMBI F., *Finanza condizionata e teoria del valore. Del merito e del metodo*, Aracne, Roma, 2003.
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ QUOTATE, *Codice di autodisciplina*, Borsa Italiana, Milano, luglio 2002.
- COMPAGNO C., "Assetti di governance e processi di internazionalizzazione nelle PMI", in *Sinergie*, n. 60/2003.
- DEMATTÈ C., "La grande questione: a chi spetta governare l'impresa?", in *Economica & Management*, n. 1/1999.
- DEMATTÈ C., "Le fonti di legittimazione del governo d'impresa", in *Economica & Management*, n. 22/1991.
- DICK A., ZINGALES L., "Private Benefits of Control: An International Comparison", in *Journal of Finance*, April/2004.
- DI TORO P., *L'etica nella gestione d'impresa*, Cedam, Padova, 1993.
- DONALDSON G., *Managing Corporate Wealth*, Praeger, New York, 1984.
- FAMA E. F., "Agency Problems and the Theory of the Firm", in *Journal of Political Economy*, vol. 88, n. 2/1980.
- FORESTIERI G., "La corporate governance negli schemi interpretativi della letteratura", in AIROLDI G., FORESTIERI G. (a cura di), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Etas, Milano, 1998.
- FREEMAN R.E., *Strategic management. A stakeholder approach*, Pitman, 1984.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, Cedam, Padova, 2005.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Cedam, Padova, 2000.
- GOLINELLI G.M., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa, Valorizzazione delle capacità, rapporti intersistemici e rischio nell'azione di governo*, Cedam, Padova, 2002.
- GOLINELLI G. M., VAGNANI G., "La Governance nell'impresa sistema vitale: tra rapporti intra e inter sistemici", in *Symphony. Emerging Issues in Management*, n. 2/2002.
- GOMPERS P.A., ISHII J.L., METRICK A., "Corporate governance and equity prices", in *Quarterly Journal on Economics*, n. 118/2003.
- GUATRI L., BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, UBE, Milano, 2005.
- HART O., "Corporate Governance: Some Theory and Implications", in *The Economic Journal*, n. 105/1995.
- JENSEN M.C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeover", in *American Economic Review*, n. 2/1986.
- LA PORTA R., "Investor protection and corporate governance", in *Journal of Finance*, n. 58/2000.
- LAZONICK W., O'SULLIVAN M., *Corporate Governance and the Innovative Economy: Policy Implications*, Innovation Systems and European Integration Working paper, March, 1998.
- MELIS A., *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè, Milano, 2002.
- MOLteni M. (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, Egea, Milano, 1997.
- OECD, *Principi di Governo Societario dell'OCSE*, Parigi, 2004.
- PENATI A., "Governo societario, tutela degli investitori ed efficienza del mercato dei capitali", in *Banca Impresa Società*, n. 3/2004.
- PFEFFER J., SALANCIK G.R., *The external control of organization. A resource dependence perspective*, Harper & Row, 1978.
- SALVIONI D.M., *Corporate Governance, controllo di gestione e risorse immateriali*, Franco Angeli, Milano, 2004.
- SCIARELLI S., "Il governo dell'impresa in una società complessa: la ricerca di equilibrio tra economia ed etica", in *Sinergie*, n. 61-62/2003.
- TARALLO P. (a cura di), *Corporate Governance. Principi di gestione nell'ottica del valore*, FrancoAngeli, Milano, 2000.
- WILLIAMSON O.E., "Corporate Finance and Corporate Governance", in *The Journal of Finance*, n. 3/1988.
- ZATTONI A., "Chi dovrebbe governare l'impresa?", in *Economica & Management*, n. 4/2005.
- ZATTONI A., *Il governo economico delle imprese*, Egea, Milano, 2004.
- ZINGALES L., *Corporate Governance*, NBER Working Paper, 1997.
- ZINGALES L., "The Value of Voting Right: A study of the Milan Stock Exchange", in *Review of Financial Studies*, n. 7/1994.