



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

QUADERNI  
DI  
FINANZA

STUDI E RICERCHE

---

AZIONI DI RISPARMIO E VALORE DEL CONTROLLO:  
GLI EFFETTI DELLA REGOLAMENTAZIONE

*N. LINCIANO*

---

N. 53 - DICEMBRE 2002

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana «Studi e Ricerche» vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana «Documenti» trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo  
Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Claudio Salini, Giovanni Siciliano.  
Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

---

*Quaderni di Finanza*

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via Isonzo 19/e - 00198 Roma

Tel.: 06.8477462 - Fax: 06.8477612

e-mail: [quaderni\\_finanza@consob.it](mailto:quaderni_finanza@consob.it)

## **AZIONI DI RISPARMIO E VALORE DEL CONTROLLO: GLI EFFETTI DELLA REGOLAMENTAZIONE**

Nadia Linciano\*

### ***Abstract***

*Il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio (voting premium) è un indicatore del valore del diritto di voto e quindi del diritto di controllo. Il valore del controllo dipende soprattutto dai relativi benefici privati, la cui appropriazione da parte del gruppo di comando può essere circoscritta da una legislazione sul governo societario attenta alla tutela degli azionisti di minoranza. Per questo motivo, il voting premium può riflettere la “qualità” delle regole sul funzionamento delle società e sui conflitti di interessi fra azionisti di minoranza e soci di controllo. Il presente lavoro si propone di stimare l’impatto della regolamentazione delle società quotate italiane sull’andamento dei benefici privati del controllo, così come approssimati dal voting premium, dopo aver tenuto conto di altre variabili, prima fra tutte la struttura proprietaria dell’impresa, che possono concorrere a determinarne il livello e l’evoluzione temporale. L’analisi è stata effettuata con riferimento all’universo delle imprese quotate che hanno emesso azioni di risparmio nel periodo 1989-2000. L’ampiezza dell’intervallo temporale considerato ha permesso di valutare l’effetto delle modifiche legislative in materia di offerta pubblica di acquisto obbligatoria, di cui alla legge 149/1992, e di governo societario, di cui al d.lgs. 58/1998. I risultati dell’analisi statistica indicano che la legge 149/1992 avrebbe comportato un aumento della quota del voting premium sulla capitalizzazione di borsa delle società fino a poco più di un punto percentuale e mezzo, mentre al d.lgs. 58/1998 sarebbe ascrivibile una riduzione fino a circa 7 punti percentuali. Tale riduzione equivale a un abbattimento fino a circa 25 punti percentuali del valore medio dei benefici privati del controllo rilevato nel periodo precedente il d.lgs. 58/1998. Sembra dunque confermata l’ipotesi secondo la quale la disciplina delle società quotate entrata in vigore nel 1998 avrebbe aumentato i presidi a tutela degli azionisti di minoranza.*

---

\* Consob, Divisione Mercati e Consulenza Economica, [n.linciano@consob.it](mailto:n.linciano@consob.it).



## INDICE

<b>1. INTRODUZIONE .....</b>	<b>7</b>
<b>2. IL DIFFERENZIALE DI PREZZO TRA AZIONI ORDINARIE E AZIONI DI RISPARMIO: L'EVIDENZA PER IL CASO ITALIANO .....</b>	<b>11</b>
<b>3. IL CAMPIONE E LE VARIABILI UTILIZZATE .....</b>	<b>20</b>
<b>4. SPECIFICAZIONE ECONOMETRICA E RISULTATI DELLE STIME .....</b>	<b>30</b>
<b>5. L'IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE SUI BENEFICI PRIVATI NEL CASO DI SOCIETÀ AD AZIONARIATO STABILE E CONTROLLATE DI DIRITTO .....</b>	<b>36</b>
<b>6. CONCLUSIONI .....</b>	<b>41</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI .....</b>	<b>43</b>
<b>APPENDICE 1 .....</b>	<b>45</b>
<b>APPENDICE 2 .....</b>	<b>48</b>



## 1. INTRODUZIONE<sup>1</sup>

Negli ultimi anni, un corposo filone della ricerca economica e giuridica ha evidenziato, con riferimento a paesi appartenenti a tradizioni giuridiche diverse, una relazione significativa tra il contesto legale e istituzionale, da un lato, e lo sviluppo dei mercati dei capitali e del credito e il governo societario, dall'altro (si vedano, per tutti, La Porta *et al.*, 1997, 1998, 1999, 2000). In estrema sintesi, la tesi di fondo è che le legislazioni appartenenti ai sistemi di origine anglosassone (e in particolare quelle del Regno Unito e degli Stati Uniti) favorirebbero lo sviluppo di mercati ampi e liquidi grazie alla capacità delle relative norme di diritto societario e finanziario di limitare l'appropriazione di *benefici privati* che azionisti di controllo e amministratori possono perpetrare nell'ambito della gestione dell'impresa a danno degli azionisti di minoranza<sup>2</sup>.

Con l'espressione *benefici privati* si fa riferimento, in generale, alla capacità di un soggetto che controlla un'impresa di utilizzarne le risorse per perseguire obiettivi personali: si pensi, ad esempio, alla facoltà di influenzare la gestione aziendale attraverso la scelta del *management*, dei membri del consiglio di amministrazione, dei fornitori, oppure alla possibilità di eseguire operazioni che si prospettano come rispondenti a interessi del gruppo, in modo da giustificare condizioni favorevoli per le società nelle quali azionisti di controllo o amministratori detengono, direttamente o indirettamente, un interesse più o meno rilevante; si pensi anche all'appropriazione di compensi non monetari, quali quelli che si possono godere sul posto di lavoro (arredi degli uffici, dimensioni della segreteria) o che sono in qualche modo monetizzabili (iscrizione a un circolo privato, disponibilità di un'automobile o di una carta di credito).

Con una certa approssimazione si può affermare che il concetto di "incentivo all'appropriazione di benefici privati", usato tipicamente dagli economisti, coincide con quello che i giuristi definirebbero come "situazione di conflitto di interessi". La qualità del diritto sarebbe dunque tanto più elevata quanto maggiore è la sua capacità di prevenzione e

---

<sup>1</sup>Si ringraziano Marco Bigelli, Giovanna Nicodano e Giovanni Siciliano per gli utili commenti; Eugenia della Libera e Lucia Pierantoni per l'assistenza all'attività di raccolta dati. Eventuali errori e imprecisioni sono da attribuire esclusivamente all'autrice. Le opinioni espresse sono personali e non riflettono in alcun modo quelle dell'Istituzione di appartenenza.

<sup>2</sup>Sebbene questa posizione continui ad esercitare una fortissima influenza fra accademici e ricercatori, non mancano pareri discordanti, soprattutto fra i giuristi anglosassoni: si vedano, al proposito, Coffee (2000) e Roe (2001).

gestione delle situazioni di conflitto di interessi fra soggetto controllore (azionista di maggioranza o amministratore) e soci di minoranza.

È possibile verificare empiricamente se e in quale misura è variata nel tempo la qualità della regolamentazione e, dunque, quale effetto essa ha esercitato sui benefici privati del controllo? Per rispondere a questa domanda, si deve procedere anzitutto a stimare i benefici privati mediante uno dei due metodi utilizzati alternativamente nella letteratura.

Il primo metodo si fonda sul differenziale di prezzo fra azioni ordinarie e azioni di risparmio (cosiddetto *voting premium*). Tale differenziale può emergere se esiste la possibilità che le azioni con diritto di voto possedute dai soci di minoranza (ossia il flottante rappresentato da azioni ordinarie) diventino rilevanti nella formazione di una nuova coalizione di comando: in questa circostanza, infatti, il loro prezzo può incorporare, sia pure in parte, il valore stesso del controllo, associato al diritto di voto. Seguendo questa linea di ragionamento, nel caso di una società controllata di diritto e in relazione alla quale non vi sono aspettative di mutamento della struttura proprietaria il differenziale fra il prezzo di borsa delle azioni ordinarie e quello delle azioni di risparmio dovrebbe essere pari a zero, poiché la probabilità che il voto dell'azionista marginale possa contribuire a ridefinire l'assetto di comando della società è nulla<sup>3</sup>; viceversa, quando la proprietà è dispersa la probabilità di una scalata è maggiore di zero e il voto marginale può avere un certo valore.

Il *voting premium* esprime dunque il valore dei benefici privati scontato per la probabilità che abbia luogo un ricambio del controllo, probabilità che a sua volta dipende dal grado di concentrazione, corrente e atteso, dell'assetto proprietario dell'impresa. Da ciò discende che il differenziale di prezzo tra ordinarie e risparmio non sempre riflette i benefici privati del controllo e non sempre consente di inferire la qualità della legislazione sul governo societario: basti pensare al caso ricordato poc'anzi, in cui la proprietà è concentrata (ovvero un solo azionista detiene il controllo di diritto) e non sussistono aspettative di variazione degli assetti proprietari, al quale dovrebbe corrispondere un *voting premium* vicino o pari a zero. Come vedremo in maggior dettaglio in seguito, questa conclusione non vale se è prevista una disciplina sull'Opa obbligatoria, concernente i soli titoli ordinari come accade in Italia, poiché in questa circostanza al mutamento degli assetti di comando si accompagna l'obbligo per l'acquirente di condividere il premio di controllo con gli azionisti di minoranza (ma non

---

<sup>3</sup>Si escludono i casi di privatizzazione e, naturalmente, quelle circostanze, quali ad esempio un litigio in famiglia o il decesso del soggetto controllante, che possono generare una controversia per il controllo; si assume, inoltre, l'uguaglianza di altri fattori che possono determinare una divaricazione fra il prezzo delle ordinarie e delle risparmio, quali ad esempio la liquidità, il trattamento fiscale e i privilegi patrimoniali riconosciuti alle risparmio.



con quelli di risparmio). In questo caso, il *voting premium* può costituire un indicatore, sia pure approssimativo, dei benefici privati del controllo e, per questa via, della “qualità” della regolamentazione.

Una seconda misura dei benefici privati del controllo è rappresentata dal differenziale fra il prezzo di un blocco che conferisce una quota rilevante dei diritti di voto su di una società<sup>4</sup> e il prezzo di borsa delle azioni ordinarie (cosiddetto *block premium*) alla data in cui viene diffusa la notizia della transazione<sup>5</sup>. Il fatto che i blocchi siano spesso negoziati ad un prezzo più elevato rispetto al prezzo di mercato potrebbe dipendere da un’asimmetria informativa che vede l’acquirente in possesso di informazioni più precise sul valore fondamentale dell’impresa; se così fosse, tuttavia, in un mercato efficiente il prezzo del titolo dovrebbe allinearsi al prezzo del blocco alla data di annuncio della transazione, per cui in media si dovrebbe osservare un premio pari a zero. Il valore del controllo, e in particolare il valore dei benefici privati ad esso associati, sembra quindi essere una delle cause più plausibili del *block premium*, a meno di non voler abbandonare l’ipotesi classica di efficienza dei mercati azionari<sup>6</sup>.

Il presente lavoro si propone di stimare l’impatto della regolamentazione delle società quotate sull’andamento dei benefici privati del controllo, dopo aver tenuto conto di altre variabili che possono concorrere a determinarne il livello e l’evoluzione temporale. In altri

---

<sup>4</sup> Nei casi in cui un blocco non consente di acquisire il controllo di diritto o di fatto della società, il premio misura il valore del controllo ponderato per la probabilità che l’acquirente del blocco assuma un ruolo cruciale nella definizione di un nuovo assetto proprietario dell’impresa (nell’ambito, ad esempio, della formazione di un patto di sindacato o di un tentativo di scalata). Ciò spiegherebbe perché anche il prezzo dei blocchi medio-piccoli (ad esempio compresi fra il 5 e il 30% del capitale ordinario) tende ad incorporare un premio rispetto al prezzo di mercato.

<sup>5</sup> La differenza fra il prezzo del blocco e il prezzo di mercato alla data in cui le parti si accordano sui termini della transazione (ossia la data in cui viene concluso lo scambio) è invece un indicatore della somma dei benefici privati e dei potenziali incrementi di valore dell’impresa. Infatti, la disponibilità a pagare un premio per un blocco di controllo – rispetto al prezzo di mercato alla data della transazione – riflette sia le aspettative dell’acquirente sui guadagni di efficienza e dunque sull’aumento del valore dell’impresa, realizzabile tramite un ricambio del *management* o l’adozione di nuovi indirizzi gestionali e strategici, sia la sua capacità di estrarre benefici privati. Al momento dell’annuncio dello scambio del blocco, almeno in linea teorica, il prezzo di mercato dovrebbe aver già scontato gli incrementi di valore attesi dovuti a guadagni di efficienza, e quindi il *block premium* dovrebbe riflettere esclusivamente l’aspettativa del mercato circa la propensione del nuovo soggetto controllatore all’appropriazione di benefici privati.

<sup>6</sup> Un’altra spiegazione del premio incorporato nel prezzo dei blocchi è data dal fatto che probabilmente gli acquirenti sono sistematicamente indotti a pagare “troppo”. Ad esempio, il *manager* di una società con azionariato disperso potrebbe essere disposto a pagare un prezzo molto elevato per un blocco pur di espandere le dimensioni dell’impresa e aumentare potere e prestigio personali. Il premio dei blocchi sarebbe quindi il riflesso dei cosiddetti costi di agenzia quando l’acquirente è una *public company* e gli azionisti di minoranza hanno scarsi incentivi a controllare adeguatamente l’azione dei *managers*. Questa spiegazione, che appare di scarsa rilevanza per il caso italiano caratterizzato da assetti proprietari concentrati, sembra tuttavia priva di fondamento empirico anche con riferimento ai mercati anglosassoni (si veda Barclay e Holderness, 1989, per il caso statunitense).

termini, l'obiettivo principale non è quello di spiegare l'entità dei benefici privati e del relativo indicatore (aspetto questo che, come vedremo, è stato ampiamente indagato dalla letteratura anche con riferimento al caso italiano), quanto quello di individuare gli effetti degli sviluppi legislativi che, nell'ultimo decennio, si sono mossi nella direzione di una maggiore tutela degli azionisti di minoranza e, dunque, nella definizione di presidi che limitano i meccanismi di espropriazione ascrivibili al gruppo di comando.

Ai fini della misurazione dei benefici privati del controllo si è preferito utilizzare il primo dei due indicatori citati, ossia il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio, in quanto immune da talune limitazioni che connotano il secondo indicatore, ossia il premio rilevato in occasione di una negoziazione di blocchi. Quest'ultimo, infatti, può essere considerato una ragionevole approssimazione dei benefici privati del controllo solo se sono soddisfatti alcuni requisiti. Tra questi: deve ovviamente trattarsi di un blocco di controllo; la transazione non deve essere seguita da un'Opa obbligatoria che finirebbe con l'influenzare il prezzo di negoziazione del blocco (nel senso che esso verrebbe fissato in modo da scontare l'onere derivante a carico dell'acquirente dall'Opa successiva al trasferimento del controllo)<sup>7</sup>. Nel caso italiano, queste condizioni sarebbero probabilmente soddisfatte solo per un gruppo di operazioni molto ristretto; per questo motivo, è parso opportuno misurare i benefici privati del controllo mediante il *voting premium*.

L'analisi del *voting premium* è stata effettuata con riferimento all'universo di imprese quotate in borsa che hanno emesso azioni di risparmio nel periodo 1989-2000. L'ampiezza dell'intervallo temporale considerato ha permesso di valutare l'impatto delle modifiche regolamentari introdotte in materia di Opa e di governo societario rispettivamente con la legge 149/1992 e con il d.lgs. 58/1998 (anche Testo unico della finanza o Tuf d'ora in poi). L'esame è stato concluso replicando l'indagine empirica per un sottogruppo di imprese ad azionariato stabile e controllate di diritto, nel tentativo di "depurare" il *voting premium* da quei fattori (primo fra tutti le aspettative di mutamenti dell'assetto proprietario) che pur

---

<sup>7</sup> Dyck e Zingales (2002) segnalano ulteriori difficoltà nella selezione delle transazioni utili per la misurazione dei benefici privati, quali ad esempio quelle che insorgono nel caso di negoziazioni infragruppo o con parti correlate, ovvero che implicano l'esercizio di opzioni o avvengono a prezzi definiti secondo criteri di valutazione poco chiari. Gli autori evidenziano peraltro alcune criticità anche con riferimento all'indicatore dei benefici privati costruito come differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio. Di queste, due rilevano soltanto per i confronti internazionali (segnatamente, il fatto che l'emissione di azioni con diritto di voto limitato è vietata in alcuni paesi e che, laddove è consentita, è il frutto di una scelta dell'emittente e viene dunque osservata per un campione *self-selected*); la terza, invece, potrebbe avere rilevanza anche per il presente lavoro (il *voting premium* dipende anche dalla probabilità di una scalata, mentre l'indicatore costruito con riferimento alle negoziazioni di blocchi non è ovviamente sensibile a questo fattore). Nel caso italiano, comunque, sembrerebbero ricorrere condizioni tali da rendere opportuno l'utilizzo del differenziale di prezzo di ordinarie e risparmio, come si argomenta di seguito nel testo.

avendo un peso rilevante sono tuttavia estranei alla “qualità” della legislazione in materia societaria.

Dall’indagine emerge un’indicazione a sostegno della tesi secondo la quale le innovazioni introdotte dal d.lgs. 58/1998 avrebbero contribuito a ridurre, almeno nella percezione degli operatori, il valore del controllo e i relativi benefici. L’analisi econometrica relativa alle 80 società incluse nel campione testimonia, infatti, una riduzione del *voting premium*, successiva alle nuove disposizioni legislative, tra il 5,4 e il 6,5% a seconda della specificazione adottata. Per contro, l’introduzione dell’Opa obbligatoria, che si inserisce in un contesto regolamentare invariato rispetto al tema dei conflitti di interessi, contribuisce ad ampliare il divario tra azioni ordinarie e azioni di risparmio (al massimo fino all’1,6%), in quanto accorda solo alle prime la possibilità di condividere il premio per il controllo che, in occasione di un mutamento degli assetti proprietari, l’acquirente è disposto a pagare.

Con riferimento al sotto-gruppo delle società ad azionariato stabile e a stretto controllo familiare, l’analisi conferma l’impatto della disciplina dell’Opa e del Testo unico della finanza. In particolare, la prima parrebbe aver comportato un incremento del *voting premium* fino a un massimo di 4,3 punti percentuali; il secondo avrebbe contribuito a una riduzione del *voting premium* fino a un massimo di 8 punti percentuali a seconda della specificazione adottata.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2 passa in rassegna alcuni studi in materia di *voting premium* con particolare attenzione al caso italiano; seguono la descrizione del campione utilizzato per l’analisi empirica (paragrafo 3) e il commento dei risultati delle stime, condotte con riferimento sia al campione completo, sia al sotto-gruppo di società ad azionariato stabile e controllate di diritto (rispettivamente, paragrafi 4 e 5). Il paragrafo 6 conclude.

## **2. IL DIFFERENZIALE DI PREZZO TRA AZIONI ORDINARIE E AZIONI DI RISPARMIO: L’EVIDENZA PER IL CASO ITALIANO**

Il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni di risparmio osservato sul mercato finanziario italiano è di gran lunga superiore a quello rilevato in altri paesi: ad esempio, nel periodo 1984-1992 esso ammontava mediamente all’80%, contro il 10% degli Stati Uniti e il

13% del Regno Unito (Zingales, 1993)<sup>8</sup>. Tale discrepanza trova conferma in un contributo più recente che, con riferimento a un campione di imprese quotate nel 1997 su mercati disciplinati secondo sistemi giuridici differenti (rispettivamente di origine *common law* e *civil law* e, nell'ambito di quest'ultima, di tradizione francese, scandinava e tedesca), rileva un premio per il controllo pari in Italia al 30% circa del valore di mercato delle imprese contro un valore non superiore al 10% per Stati Uniti, Regno Unito e paesi scandinavi (Nenova, 2000)<sup>9</sup>.

Secondo la letteratura economica, lo scostamento tra categorie di prezzo tra azioni con diritti di voto e patrimoniali differenziati è legato alla contendibilità dell'impresa e al valore dei benefici privati del controllo. Seguendo il primo argomento, si afferma che il *voting premium* è positivo in quanto la presenza di distinte categorie di azioni permette, in occasione di una scalata, di spuntare un prezzo di offerta più elevato, che incorpora parte del surplus del potenziale acquirente, a vantaggio delle sole azioni con diritto di voto<sup>10</sup>: ne consegue che, a prescindere da eventuali benefici privati del controllo, il *voting premium* è tanto maggiore quanto maggiore è la probabilità di una scalata e quanto minore è la concentrazione proprietaria. Il punto centrale del secondo argomento, invece, riguarda la separazione tra proprietà e controllo e parte dal presupposto che i benefici privati siano proporzionali alle attività controllate. Queste ultime, a loro volta, dipendono dal capitale posseduto, ma possono essere accresciute senza ricorrere all'emissione di nuove azioni con diritto di voto sfruttando una sorta di effetto leva, che consente di separare il diritto di voto dai diritti patrimoniali e dunque di aumentare il capitale controllato per unità di capitale posseduto. In particolare, i canali attraverso i quali può esplicarsi tale effetto sono tre: l'emissione di azioni senza diritto di voto, la creazione di un gruppo a struttura piramidale e la definizione di assetti proprietari basati su partecipazioni incrociate. Questi canali permettono di realizzare una "*controlling minority structure*", ossia un gruppo nel quale il

---

<sup>8</sup> I dati esprimono il *voting premium* calcolato come rapporto tra il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e azioni senza diritto di voto e il prezzo delle azioni senza diritto di voto. Per gli Stati Uniti si vedano Lease, McConnell e Mikkelson (1983) e Zingales (1985); per il Regno Unito si veda Megginson (1990). Oltre che per l'Italia, anche per il caso israeliano sono stati rilevati valori del *voting premium* molto alti (attorno al 75%; si veda Levy, 1982); segue la Germania, con un valore pari a circa il 27% (Hoffmann-Burchardi, 1999). Decisamente più contenuti i valori rilevati per il Canada (10%; si vedano Robinson e White, 1990; Smith e Amoako-Adu, 1991), la Svezia (del 15% in Bergstrom e Rydqvist, 1992; tra il 4 e il 12% in Rydqvist, 1996) e la Svizzera (1%; Horner, 1988).

<sup>9</sup> L'evidenza per l'Italia non si discosta dai risultati di Caprio *et al.* (1994) che, con riferimento a un campione di trasferimenti del controllo verificatesi nel decennio 1982 – 1992, stimano un premio del controllo pari mediamente al 20% del valore di mercato delle imprese.

<sup>10</sup> Rydqvist (1992), utilizzando l'impianto teorico di Grossman e Hart (1988) e di Harris e Raviv (1988), illustra questa affermazione con riferimento al caso di proprietà diffusa e ne mostra le implicazioni per il *voting premium*.

controllo fa capo a un soggetto che possiede una partecipazione di minoranza<sup>11</sup>. Ciò accentua l'incentivo a comportamenti opportunistici da parte del gruppo di comando a danno degli azionisti di minoranza, e dunque a una maggiore estrazione di benefici privati, con un impatto positivo sul *voting premium* che risulta crescente al crescere sia della probabilità che gli azionisti di minoranza giochino un ruolo rilevante in occasione di un mutamento degli assetti proprietari, sia della probabilità che tale mutamento abbia luogo; viceversa, alla stabilità degli assetti di controllo corrente e attesa dovrebbe corrispondere un *voting premium* nullo o molto contenuto<sup>12</sup>.

Con riferimento al caso italiano, non si registra omogeneità di vedute: sebbene la maggior parte dei contributi empirici abbia individuato nella presenza di benefici privati del controllo il fattore chiave alla base del differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio, non mancano indagini a sostegno della tesi secondo la quale i titoli senza diritto di voto sarebbero sottovalutati, a causa della irrazionalità degli investitori ovvero per effetto della corretta anticipazione da parte del mercato di redistribuzioni di ricchezza attuate a sfavore degli azionisti di risparmio (le principali caratteristiche di alcuni studi sono riportate alla Tav. 1).

---

<sup>11</sup> Si vedano Bebchuck *et al.* (1999). Recentemente, si è sviluppato un filone di indagini empiriche sulla separazione tra proprietà e controllo ed espropriazione degli azionisti di minoranza. Tra queste si ricordano La Porta *et al.* (1999), che con riferimento a 600 imprese di 27 paesi rilevano la prevalenza dell'uso di strutture piramidali rispetto all'emissione di categorie di azioni differenziate, e Claessens *et al.* (2000), che ottengono risultati simili per un gruppo di paesi asiatici.

<sup>12</sup> Tra le verifiche empiriche della relazione tra *voting premium* e separazione tra proprietà e controllo, si veda, con riferimento al caso tedesco, Hoffman-Burchardi (1999). L'autrice mostra che la presenza di una struttura piramidale ha un effetto significativo e positivo sul *voting premium*; per contro, il rapporto tra azioni di risparmio e numero complessivo di azioni ha un impatto negativo, dovuto presumibilmente a un effetto liquidità (quanto maggiore è la frazione di azioni di risparmio, tanto più l'investimento è appetibile) prevalente rispetto all'effetto ascrivibile alla separazione tra proprietà e controllo.

## PRINCIPALI CONTRIBUTI EMPIRICI RELATIVI AL MERCATO ITALIANO

AUTORE	CAMPIONE	VOTING PREMIUM MEDIO <sup>1</sup>	VARIABILI INDIPENDENTI	CONCLUSIONI
CASTELLINO (1989)	Simulazione	63,9 (agosto 1986)	Probabilità mutamenti assetti proprietari; probabilità acquisto azione ordinaria di minoranza; nuova maggioranza; guadagni di efficienza della nuova maggioranza	Irrazionalità del mercato e sottovalutazione delle azioni di risparmio
PENATI-DICORATO (1989)	34 società (1987-1988)	78%	Proprietà pubblica; differenza tra i beta dei titoli; rapporto numero risparmio su numero totale azioni	Il fattore più rilevante è la natura pubblica dell'azionista di controllo (effetto negativo); l'effetto di altri regressori è rispettivamente negativo e positivo
ANDRETTA-BRIOSCHI-BUZZACCHI (1990)	Da 36 a 74 società per il triennio 1986-1988		Dividendo addizionale delle risparmio; quota del primo azionista	Entrambi i regressori sono significativi
BUZZACCHI-MOSCONI (1993)	32 società (1/1987 - 11/1992)		Variabili istituzionali (quota azionista di controllo, presenza scatole cinesi) e strutturali (dimensione e valore di mercato dell'impresa, variabili settoriali)	Sopravvalutazione della probabilità di partecipare alla coalizione di maggioranza
FERRETTI ET AL. (1993)	62 società; 2/92 - 9/92	87,8%	Struttura proprietaria; differenziale di rischio; differenze di remunerazione; liquidità; trattamento fiscale; <i>price to book value</i> ; extra-rendimento rilevato dopo l'annuncio legge Opa.	Sono significativi: trattamento fiscale; differenziale di rischio; quota del 2° azionista
ZINGALES (1994)	N=301; 1987 - 1990	81,5%	Shapley Value, quota azionista di controllo e del secondo azionista, reciproco numero azioni ordinarie	Significatività dei benefici privati del controllo
CORIELLI-RINDI (1996)	15 società; 1984-1991	76,4%	Sconto all'emissione; differenziale nei rendimenti	Segmentazione del mercato
NICODANO (1998)	60 società; 1988	68,7%	Variabili di possesso azionario diretto e indiretto; peso sul capitale delle azioni di risparmio; vantaggi reddituali	Significatività dell'effetto di separazione tra diritti di voto e patrimoniali

<sup>1</sup> Rapporto tra il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio e prezzo delle azioni di risparmio.

La tesi della sottovalutazione trae origine dal fatto che nel caso italiano lo sconto delle azioni di risparmio rispetto a quelle ordinarie appare eccessivo, soprattutto nel periodo precedente l'introduzione dell'Opa obbligatoria, considerata l'assenza di *public companies* e il conseguente modesto ruolo dei piccoli investitori nella determinazione degli assetti di controllo. In presenza di una struttura proprietaria stabile (e in assenza di un obbligo di Opa), infatti, solo le azioni ordinarie appartenenti al pacchetto di controllo incorporano il valore complessivo dei benefici privati, mentre, a parità di diritti patrimoniali, la valutazione di mercato delle varie categorie di azioni non dovrebbe mostrare alcun divario. Nel caso più generale in cui esista la possibilità che il gruppo di controllo muti nel tempo, e in assenza di una disciplina sull'Opa obbligatoria, il premio che le azioni ordinarie di pacchetti di minoranza presentano rispetto alle azioni di risparmio riflette la probabilità che cambino gli assetti proprietari, la probabilità di essere acquistate dalla futura coalizione di maggioranza e il prezzo che quest'ultima è disposta a pagare (a sua volta funzione dei guadagni di efficienza della nuova gestione rispetto alla precedente e dei benefici privati estratti dal gruppo di maggioranza). Castellino (1989) ritiene tuttavia questa spiegazione poco convincente e mostra, con un esercizio di simulazione, che per un intervallo ragionevolmente ampio di valori delle due probabilità citate (ossia di variazione degli assetti proprietari e di acquisto dal futuro gruppo di comando) il premio di maggiore efficienza (ossia il prezzo di offerta di un potenziale acquirente) in grado di giustificare il *voting premium* osservato dovrebbe essere sproporzionatamente elevato<sup>13</sup>.

Questo risultato concorda con le conclusioni di Buzzacchi e Mosconi (1993), i quali utilizzando uno schema ispirato alla teoria dei giochi oceanici<sup>14</sup> mostrano che la probabilità attesa di entrare a far parte del gruppo di maggioranza, in seguito a cambiamenti della struttura di controllo e compatibile con il *voting premium* osservato, dovrebbe attestarsi su valori molto elevati (non inferiori mediamente al 50% e, in molti casi, vicini all'unità).

Castellino (1989) spiega il *puzzle* affermando che, apparentemente, gli operatori sono irrazionali tendendo a sopravvalutare e/o sottovalutare sistematicamente rispettivamente le azioni ordinarie e quelle di risparmio. L'irrazionalità sarebbe legata a una segmentazione del mercato, in virtù della quale gli azionisti di risparmio sarebbero meno informati, meno lungimiranti e meno professionali degli altri investitori.

---

<sup>13</sup> Si consideri, inoltre, che, come osservano Ferretti *et al.* (1993), solo la frazione di guadagni di efficienza dalla quale discenderebbero benefici privati per il nuovo gruppo di controllo potrebbe spiegare il differenziale di prezzo tra le varie categorie di azioni (al contrario della componente pubblica dei guadagni di efficienza, che dovrebbe essere incorporata uniformemente nei prezzi di tutti i titoli).

<sup>14</sup> Secondo la teoria dei giochi oceanici, il valore del controllo non è uniformemente distribuito tra gli azionisti, ma dipende dalla distribuzione dei pacchetti azionari e dalla soglia minima necessaria per il controllo, ossia dalla probabilità per il singolo azionista di partecipare alla coalizione di maggioranza.

Questo argomento sembrerebbe trovare conferma nel lavoro di Corielli e Rindi (1996), i quali sostengono che le due categorie di titoli, pur condividendo i medesimi fondamentali, si connotano per un distinto processo di formazione dei prezzi: in particolare, quello delle azioni di risparmio sarebbe una versione *noisy* del processo afferente alle azioni ordinarie e ciò a causa della segmentazione della domanda che vedrebbe gli investitori informati concentrati nel segmento delle azioni ordinarie. Il differenziale di prezzo troverebbe origine nell'emissione a sconto dei titoli senza diritto di voto e sarebbe destinato a persistere nel tempo, registrando contrazioni nei periodi negativi, quando le azioni ordinarie esibiscono una riduzione dei rendimenti, e viceversa un'espansione nelle fasi positive. La simulazione dell'andamento dei prezzi sulla base di un modello dinamico con informazione asimmetrica per un campione di società conferma la tesi degli autori.

Ferretti *et al.* (1993), per contro, non condividono tale conclusione ma sostengono che il trattamento fiscale differenziato riservato, nel periodo oggetto di indagine, ai dividendi di ordinarie e risparmio (rispettivamente, credito d'imposta e cedolare secca del 15%) indicherebbe una segmentazione della domanda in base alla quale le azioni di risparmio sarebbero detenute prevalentemente da soggetti con grande capacità di reddito, per i quali risulta conveniente rinunciare al credito d'imposta. Sarebbe dunque poco probabile che i detentori di titoli di risparmio siano inclini a sottovalutazioni per carenze informative.

A prescindere da fattori legati alla segmentazione della domanda di azioni, non mancherebbero ulteriori circostanze in grado di deprimere il prezzo di mercato delle risparmio: tra queste, le operazioni sul capitale che si traducono in un trasferimento di ricchezza dagli azionisti di risparmio a quelli ordinari. Si pensi, ad esempio, alla pratica diffusa di emettere le azioni di risparmio con sovrapprezzi tali da ridurne i privilegi reddituali futuri, privilegi parametrati per legge al valore nominale (Ferretti *et al.*, 1993; Buzzacchi e Mosconi, 1993; Corielli e Rindi, 1996). Un altro caso tipico è costituito dagli aumenti di capitale con diritto di opzione combinati, ossia con simultanea emissione delle due categorie di titoli, con un differenziale tra i relativi prezzi di emissione diverso da quello registrato sul mercato prima dell'annuncio dell'operazione: come hanno evidenziato alcuni autori, da simili operazioni può discendere una redistribuzione di ricchezza a svantaggio degli azioni di risparmio (Bigelli e Rinaldi, 1994; Bigelli e Caprio, 1996)<sup>15</sup>. La minaccia di una

---

<sup>15</sup> Al proposito, Brioschi e Paleari (1998) forniscono un'evidenza parzialmente contrastante con riferimento a un campione di operazioni sul capitale effettuate tra il 1990 e il 1994: in particolare, gli autori mostrano che in vari casi le operazioni sono state strutturate in modo da favorire gli azionisti di risparmio (per garantire alla società la raccolta di mezzi propri, per motivi reputazionali del *management*, etc.).



espropriazione di questo tipo può quindi far sì che le azioni di risparmio quotino a sconto rispetto alle ordinarie.

Alla tesi della sottovalutazione delle azioni di risparmio si affianca, come si è accennato prima, un filone di ricerca che pone enfasi sul ruolo dei benefici privati del controllo.

Zingales (1994) regredisce il *voting premium* sui privilegi reddituali delle azioni di risparmio, indicatori di stabilità della struttura proprietaria, quale lo *Shapley value*, ossia la probabilità che gli azionisti di minoranza svolgano un ruolo pivotale in occasione di un'offerta, la quota del primo e del secondo azionista e, in alcune specificazioni, il reciproco del peso delle azioni ordinarie sul capitale sociale. I risultati delle stime confermano che l'instabilità del controllo ha un impatto positivo e statisticamente significativo sul *voting premium*, al pari del peso delle azioni ordinarie (che l'autore mostra essere un fattore rilevante nel caso di società controllate di diritto per le quali esiste tuttavia la possibilità di un passaggio a una struttura proprietaria meno concentrata), mentre i privilegi reddituali hanno l'atteso segno negativo. L'analisi spiega tuttavia solo una frazione ridotta della varianza del *voting premium*; l'autore conclude che, data la bassa probabilità di scalate, la notevole divaricazione tra i prezzi delle azioni ordinarie e quelli delle risparmio sarebbe spiegabile solo in presenza di benefici privati anomali, che discenderebbero soprattutto dalla possibilità per il gruppo di controllo di effettuare trasferimenti di ricchezza a danno degli altri *stakeholders* e in particolare dei soci di minoranza, attraverso operazioni di vario tipo, tra le quali spiccano le transazioni infragruppo.

Nicodano (1998) argomenta, invece, che il *voting premium* osservato sul mercato italiano sarebbe compatibile con benefici privati "normali"; questi ultimi verrebbero poi amplificati nel differenziale di prezzo tra ordinarie e risparmio da un effetto moltiplicatore legato alla presenza di strutture di gruppo piramidali e bassi livelli di flottante (che consentono, rispettivamente, per un dato assetto finanziario di aumentare il rapporto tra capitale posseduto e capitale controllato, e per una data probabilità di scalata di aumentare il prezzo d'offerta che può essere proposto agli azionisti di minoranza). In particolare, l'ordine di grandezza medio del moltiplicatore stimato per 14 gruppi societari italiani nel 1988 spazia, a seconda delle modalità di calcolo adottate, da 2,2 a 15,1: in quest'ultimo caso, dunque, sarebbe possibile controllare un ammontare di risorse pari a 15 volte il capitale investito (in azioni con diritto di voto). L'analisi empirica sul *voting premium* misurato per il periodo 1987-88 per una cross-section di 60 società offre sostegno a questa ipotesi, rivelando una

correlazione positiva e statisticamente significativa con la quota di azioni di risparmio emesse e con il fatto che la società sia al vertice di una struttura piramidale.

Le indagini ricordate sinora trascurano gli effetti sull'entità e sull'andamento del *voting premium* che possono derivare dalla "qualità" della regolamentazione societaria e del mercato finanziario (in molti casi, peraltro, ciò discende dal fatto che gli studi analizzano un intervallo temporale troppo ristretto).

Nel nostro ordinamento, sono intervenute due modifiche legislative in linea di principio molto rilevanti per l'andamento del *voting premium*: si tratta della legge 149/1992, che ha introdotto l'obbligo di Opa successiva, e il d.lsg. 58/1998, che oltre a modificare la disciplina dell'Opa ha introdotto alcune norme a tutela degli azionisti di minoranza (si veda l'Appendice 1 per maggiori dettagli).

L'esistenza di un obbligo di Opa successiva concorre a spiegare la presenza di un differenziale positivo fra il prezzo delle azioni ordinarie e quello delle risparmio anche per le società a struttura proprietaria concentrata (per le quali vi sia un'aspettativa di mutamenti del controllo). Tale obbligo è stato introdotto con la legge 149/1992 ed è stato confermato, sia pure con varie modifiche, dal Testo unico. La disciplina dell'Opa impone all'acquirente di un blocco di controllo di condividere il premio di controllo (in tutto, come previsto dalla legge 149/1992, o in parte, come può accadere con le norme del Testo unico della finanza) con i soci ordinari di minoranza, ma non con quelli di risparmio. Il prezzo di mercato delle azioni ordinarie in mano ad azionisti dispersi sconta, quindi, il potenziale beneficio di una possibile Opa obbligatoria in caso di mutamenti del gruppo di comando; tale beneficio non è attribuibile al valore marginale del voto, come accade nel caso di Opa preventiva su società ad azionariato diffuso, bensì al privilegio dell'Opa successiva obbligatoria, privilegio che invece è negato alle azioni di risparmio. Ignorare gli effetti della disciplina in materia di Opa può dunque comportare l'omissione di un fattore potenzialmente rilevante nella determinazione del *voting premium*. Ferretti *et al.* (1993) confermano questa conclusione indagando l'impatto dell'approvazione della legge Opa nel 1992 sul valore relativo delle azioni di risparmio di 84 società. I risultati dell'analisi mostrano che, in media, l'annuncio dell'approvazione della nuova normativa ha prodotto una reazione nei prezzi di mercato di azioni ordinarie e di risparmio significativamente differente<sup>16</sup>. Anche Zingales (1994), pur analizzando un intervallo temporale precedente l'introduzione della legge 149/1992, tiene conto delle aspettative di approvazione della nuova disciplina attraverso un'opportuna

---

<sup>16</sup> Gli autori non riescono tuttavia a spiegare tale divergenza in funzione di indicatori della struttura proprietaria e dell'entità dei benefici privati.

definizione del *voting premium* e trova evidenza a sostegno dell'importanza del fattore legislativo.

La rilevanza della disciplina in tema di offerte pubbliche di acquisto emerge anche da contributi empirici relativi a mercati finanziari esteri. Hoffmann-Burchardi (1999) analizza l'andamento del *voting premium* per un campione di società tedesche, che hanno quotato azioni senza diritto di voto nel periodo 1988-1997, allo scopo di verificare l'impatto di un codice di autoregolamentazione che, a partire dal 1995, disciplina l'Opa successiva. L'adesione al codice risulta avere un impatto significativo sul differenziale di prezzo tra diverse categorie di azioni; essa inoltre modifica la relazione tra *voting premium* e assetti proprietari, che risulta negativa prima del 1995 e positiva dopo tale data<sup>17</sup>.

Con riferimento all'impatto del Tuf sul *voting premium* non è disponibile alcuna verifica empirica, sebbene sia ragionevole attendersi che le relative norme dettate a tutela degli azionisti di minoranza possano aver influito sui benefici privati del controllo.

La rilevanza del contesto istituzionale e legale ai fini dell'analisi dei benefici privati è un risultato ormai assodato, come emerge da alcuni studi sul premio del controllo rilevato in paesi diversi. Tra questi, il già citato studio di Nenova (2000), che confronta l'andamento del *voting premium* per un campione di 611 imprese in 30 paesi appartenenti a tradizioni giuridiche diverse e relativamente al periodo gennaio-dicembre 1997, rileva che il differenziale di prezzo tra le varie categorie di azioni è influenzato dalle normative in tema di Opa e di tutela degli azionisti di minoranza, dalle disposizioni statutarie che concentrano il potere di controllo in capo agli azionisti di maggioranza e da indicatori di *enforcement* della legislazione.

L'impatto della regolamentazione sui benefici privati e sul *voting premium* è documentato anche in Nenova (2001) con riferimento a un campione di 102 imprese quotate sul mercato brasiliano. Attraverso l'applicazione della metodologia dell'*event study*, l'autrice mostra che il differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio è salito significativamente in seguito all'introduzione, nel 1997, di una disciplina dell'Opa penalizzante per gli azionisti di minoranza, per poi registrare una inversione di tendenza a partire dal 1999, quando la Commissione di vigilanza brasiliana ha ripristinato i presidi normativi precedenti con una interpretazione restrittiva della nuova legislazione.

---

<sup>17</sup> Dopo il 1995, infatti, l'esistenza di un azionista o di una coalizione che detiene una partecipazione superiore alla soglia minima che fa scattare l'obbligo di Opa segnala che, nel caso di trasferimento del blocco di controllo, gli azionisti di minoranza potranno beneficiare del premio per il controllo a seguito dell'offerta di acquisto che l'acquirente è tenuto ad effettuare.

Dyck e Zingales (2002) effettuano un esercizio simile, analizzando il *block premium* registrato in occasione di 412 transazioni che hanno avuto luogo, in 39 Paesi diversi, nel periodo 1990 – 2000. Gli autori osservano che i benefici privati del controllo che possono inferirsi dal premio registrato in occasione delle negoziazioni di blocchi di comando (e che per l'Italia ammonterebbero mediamente al 37% del valore dell'impresa, contro un valore medio totale del 14%) variano non solo a seconda della “qualità” della regolamentazione dei mercati finanziari, bensì anche in funzione di fattori quali i meccanismi reputazionali, rafforzati dalla trasparenza garantita dai mezzi di informazione, il controllo fiscale esercitato dallo Stato in fase di accertamento dei redditi di impresa e la concorrenza sui mercati dei prodotti.

### 3. IL CAMPIONE E LE VARIABILI UTILIZZATE

Il campione utilizzato nel presente lavoro comprende 80 società che hanno quotato azioni di risparmio tra il 1989 e il 2000. Sono state escluse le società con azioni di risparmio convertibili in azioni ordinarie, in quanto l'aspettativa della conversione avrebbe potuto alterare il livello e l'andamento del *voting premium*; nel caso di conversione facoltativa successiva alla quotazione di azioni di risparmio non convertibili si è proceduto ad eliminare le osservazioni corrispondenti all'intervallo di tempo compreso tra la relativa delibera assembleare e la data ultima di esercizio della facoltà in corrispondenza della quale le azioni non convertite diventano non convertibili a tutti gli effetti; nel caso di conversione obbligatoria le osservazioni sono state scartate a partire dalla data della delibera. Si è deciso infine di escludere dall'analisi 4 società con valori del *voting premium* qualificabili come *outlier*<sup>18</sup>. Il campione utilizzato è aperto: soltanto 48 su 80 titoli di risparmio sono stati quotati in borsa ininterrottamente nel periodo considerato<sup>19</sup>.

Per i titoli ordinari e di risparmio di ciascuna società sono stati rilevati i prezzi non rettificati relativi all'ultimo giorno di scambi del mese; ai fini delle stime è stata poi calcolata una media annuale del *voting premium* (in tal modo si è cercato di attenuare, tra l'altro,

---

<sup>18</sup> Si tratta di Bonifiche Siele e Standa, che esibivano *voting premium* molto elevati, e di Kernel e Rejna che esibivano *voting premium* negativi per tutto il periodo di analisi. L'elevato *voting premium* di Bonifiche Siele, quotata fino al 1995, è probabilmente dovuto ad aspettative di scalata, ossia ad un'elevata probabilità di Opa: la società risultava infatti appetibile in quanto la sua acquisizione, avendo al suo attivo esclusivamente la partecipazione di controllo in BNA, avrebbe permesso anche l'acquisizione del controllo di BNA. Questa distorsione derivava dal fatto che la legge 149/1992 non prevedeva il meccanismo della cosiddetta Opa “a cascata”, ossia dell'obbligo di offerta anche nei confronti dei titoli della società partecipata e acquisita indirettamente, con la conseguenza che gli azionisti di minoranza della controllata potevano essere esclusi dalla distribuzione del premio per il controllo mediante l'acquisizione della società a monte.

<sup>19</sup> In termini di imprese-anni, il campione comprende 758 osservazioni.

l'effetto di variazioni mensili del *voting premium* legate a fattori temporanei). La media annuale non include le osservazioni rilevate nei due mesi precedenti l'annuncio della cessione del blocco di controllo (che ha comportato l'obbligo di un'Opa) o di un'Opa: in entrambi i casi, infatti, l'anticipazione dell'operazione di mutamento del controllo determina la tendenza del prezzo delle azioni ordinarie ad allinearsi al prezzo di cessione del blocco con un conseguente aumento del *voting premium*. L'allineamento dei corsi dei titoli ordinari al prezzo di offerta si verifica ovviamente anche nel periodo di svolgimento dell'Opa e ciò ha motivato la scelta di escludere dal calcolo del *voting premium* annuale anche le osservazioni relative al suddetto periodo<sup>20</sup>.

Il *voting premium* è stato calcolato applicando due differenti metodologie. La prima, mutuata da Zingales (1994), è definita dal rapporto:  $VP = (P_{ord} - P_{risp}) / P_{risp}$  dove  $P_{ord}$  e  $P_{risp}$  sono rispettivamente il prezzo delle azioni ordinarie e di risparmio. La seconda, mutuata da Nenova (2000) considera il rapporto tra il valore complessivo dei diritti di voto,  $VP_{ord} = (P_{ord} - P_{risp}) * N_{ord}$ , dove  $N_{ord}$  indica in numero delle azioni ordinarie emesse, e la capitalizzazione di borsa,  $Cap = P_{ord} * N_{ord} + P_{risp} * N_{risp}$ , dove  $N_{risp}$  indica il numero delle azioni di risparmio. Quest'ultima espressione è preferibile alla prima se il valore complessivo dei diritti di voto è pari ad una frazione costante  $k$  della capitalizzazione della società, ossia se il valore totale dei diritti di voto in rapporto alla capitalizzazione di borsa ( $VP_{tot} = VP_{ord} / Cap$ ) rimane costante nel tempo. Se così fosse, il *voting premium* misurato con l'espressione  $VP$  muterebbe, *coeteris paribus*, al mutare della composizione del capitale sociale (segnatamente, crescerebbe all'aumentare del peso delle azioni di risparmio e viceversa) e ciò a prescindere da variazioni nei fattori che possono influenzare l'andamento dei benefici privati del controllo e l'aspettativa di mutamenti negli assetti proprietari<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> L'esclusione avrebbe potuto riguardare solo le osservazioni relative al periodo che va dall'annuncio della cessione del blocco fino alla chiusura dell'Opa. Tuttavia, si è preferito ampliare l'intervallo di esclusione in quanto spesso già molti giorni prima della cessione effettiva del blocco di controllo iniziano a circolare sul mercato *rumors* sull'operazione, con conseguente aumento del *voting premium*, e risulta quindi complicato individuare il momento preciso in cui la notizia, di fatto, diviene di pubblico dominio. Tale aumento non si traduce in una distorsione del *voting premium* che, *coeteris paribus*, raggiunge il valore massimo possibile quando la probabilità del mutamento del controllo è pari a 1. Il motivo per il quale si è deciso di escludere le osservazioni relative al periodo immediatamente precedente e al periodo di svolgimento dell'Opa risiede nel fatto che questo incremento avrebbe introdotto, per una determinata *cross section*, un elemento di eterogeneità tra le società. Tale effetto si sarebbe potuto controllare mediante l'introduzione tra le variabili esplicative di *dummies* pari a 1 nei periodi di svolgimento dell'Opa; ciò avrebbe tuttavia fatto perdere gradi di libertà e sarebbe stato approssimativo per il campione in esame, costruito con rilevazioni su base annuale anziché mensile.

<sup>21</sup> Il rapporto fra il valore totale dei diritti di voto e la capitalizzazione di borsa, ossia  $VP_{ord}/Cap$ , si può scrivere come:  $VP / [(1+VP)+R]$ , dove  $R = N_{risp}/N_{ord}$  indica il peso delle azioni di risparmio su quelle ordinarie. Se il rapporto  $VP_{tot}/Cap$  è costante e pari a  $k$ , allora  $VP / [(1+VP)+R] = k$ , ossia, risolvendo rispetto a  $VP$ ,

L'evidenza empirica disponibile al proposito offre sostegno all'ipotesi in parola (Bigelli e Caprio, 1996): nell'analisi che segue, dunque, il *voting premium* è stato misurato con l'espressione  $V_{ptot}$  (l'Appendice 2 riporta, invece, i risultati ottenuti quando il differenziale di prezzo viene misurato con l'espressione  $VP$ ).

Ai fini dell'indagine empirica delle determinanti del *voting premium* sono state utilizzate le seguenti variabili esplicative (rilevate su base annuale, ovvero calcolate come medie mensili):

- a) la quota del primo azionista, che costituisce una *proxy* della stabilità del controllo e dunque della probabilità che gli azionisti di minoranza possano appropriarsi di parte dei benefici privati del controllo nel caso di un mutamento degli assetti proprietari, o per effetto del ruolo che potrebbero svolgere nella formazione di nuove coalizioni di maggioranza o, nel caso in cui esista una legislazione in materia di Opa successiva, per effetto della condivisione del premio per il controllo cui l'acquirente di un blocco di maggioranza è tenuto<sup>22</sup>. L'impatto atteso di questa variabile sul differenziale di prezzo è negativo, in quanto all'aumentare della stabilità del controllo il peso del diritto di voto degli azionisti *outsiders* si riduce;
- b) il peso delle azioni di risparmio sulle azioni ordinarie. Tale variabile potrebbe catturare due fattori distinti: un effetto liquidità<sup>23</sup>, ovvero un effetto "diluizione" dei diritti degli azionisti di minoranza. Nel primo caso, il segno atteso sarebbe negativo, viceversa nel secondo caso;
- c) la *dummy* HOLDING. Per ogni anno di rilevazione, sono stati analizzati i bilanci civilistici delle società incluse nel campione ed è stato assegnato valore 1 alla *dummy* HOLDING se il valore di carico delle partecipazioni in società quotate è risultato uguale o superiore al 50% dell'attivo immobilizzato netto. Il segno atteso è positivo poiché,

---

$VP=k(1+R)/(1-k)$ . Il *voting premium*  $VP$  è dunque tanto maggiore quanto più elevato è il peso delle azioni di risparmio sul capitale sociale.

<sup>22</sup> Come si è già ricordato, alcune specificazioni empiriche hanno utilizzato una misura alternativa a questa grandezza, ossia lo *Shapley Value*, che attribuisce valore nullo al diritto di voto degli azionisti *outsiders* nel caso in cui l'azionista di maggioranza possieda più del 50% della società e un valore via via crescente man mano che aumenta la dispersione proprietaria combinata con la presenza di azionisti che posseggono quote significative (ma minoritarie) di capitale. In realtà, non esistono ragioni forti per ritenere che la quota del primo azionista sia una misura poco soddisfacente rispetto allo *Shapley value*, sia perché quest'ultimo si basa su ipotesi teoriche non condivisibili in talune circostanze (Buzzacchi e Mosconi, 1993), sia perché il potere esplicativo delle due variabili non si è rivelato molto differente nelle indagini empiriche (Zingales, 1994).

<sup>23</sup> Alcuni autori hanno utilizzato il *turnover* delle due categorie di azioni come misura di liquidità relativa delle stesse. In realtà, poiché il numero delle azioni di risparmio è inferiore a quello delle ordinarie, il *turnover* delle prime è generalmente superiore a quello delle seconde. Un indice più preciso sarebbe il differenziale tra prezzo lettera e denaro, sebbene questa misura possa riflettere anche la maggiore componente informativa che connoterebbe le azioni ordinarie e che, come noto, contribuisce ad ampliare il *bid-ask spread* (Ferretti *et al.*, 1993).

come argomenta Nicodano (1998), la presenza di una struttura piramidale dovrebbe consentire agli azionisti di maggioranza della holding di potenziare, per un dato livello di benefici privati, la separazione tra proprietà e controllo, ossia di accrescere la quota di attività controllate per unità di capitale posseduto. Questo effetto si aggiunge e moltiplica la separazione realizzata attraverso l'emissione di azioni di risparmio<sup>24</sup>. L'eventuale contendibilità del controllo della holding determina per gli azionisti di minoranza la possibilità di giocare un ruolo nella ridefinizione degli assetti proprietari e dunque di beneficiare di parte del premio per il controllo. Se questa variabile dovesse avere un impatto statisticamente significativo, dunque, dovremmo osservare, *coeteris paribus*, un *voting premium* più elevato nelle società classificabili come holding rispetto alle società operative (coerentemente al risultato di Nicodano, 1998)<sup>25 26</sup>. Tale effetto, peraltro, dovrebbe ridursi in seguito all'introduzione con il Tuf dell'Opa a cascata: per questo aspetto, si rimanda al punto h);

d) la *dummy* GRUPPO, pari a 1 se l'azionista di controllo è una società quotata. La variabile dovrebbe catturare un maggiore incentivo all'espropriazione per effetto della separazione "a valle" tra proprietà e controllo. Per quanto attiene a questo aspetto, dunque, il segno atteso è positivo<sup>27</sup>;

---

<sup>24</sup> L'effetto della variabile HOLDING va letto congiuntamente a quello della variabile PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE essendo entrambi strumenti di separazione dei diritti patrimoniali dai diritti di voto. L'impatto congiunto di questi due fattori potrebbe alternativemente essere colto dalla *cash flow share* del controllante (La Porta *et al.*, 1999), che permetterebbe anche di verificare l'impatto sul *voting premium* di variazioni della "lunghezza" della catena del controllo di una determinata società nel tempo. Si tratta senza dubbio di un aspetto meritevole di attenzione, per il quale si rimanda a un approfondimento futuro.

<sup>25</sup> Questo risultato è stato ottenuto anche con riferimento ai casi inglese e tedesco; per maggiori dettagli si vedano, rispettivamente, Megginson (1990) e Hoffmann-Burchardi (1999).

<sup>26</sup> In linea di principio, l'ipotizzato effetto positivo che la separazione tra proprietà e controllo realizzata tramite la creazione di una holding eserciterebbe sul *voting premium* non confligge con il fenomeno noto come *holding discount*, in base al quale la valutazione di mercato delle holding, in termini di capitalizzazione, risulta sistematicamente inferiore al valore delle attività possedute (Consob, 2002). L'effetto sul *voting premium*, infatti, va interpretato con riferimento al fatto che proprio la maggiore opacità con la quale le risorse possono essere utilizzate all'interno del gruppo consente una maggiore estrazione di benefici privati ai quali, in assenza di obbligo di Opa a cascata, possono partecipare, nell'eventualità di una modifica degli assetti di controllo, solo gli azionisti di minoranza della holding. In altri termini, una società operativa caratterizzata da assetti proprietari che replicano gli assetti di controllo realizzati attraverso partecipazioni dirette e indirette (e quindi attraverso una struttura piramidale) esibisce un grado di separazione tra proprietà e controllo minore e di conseguenza dovrebbe connotarsi per un minor valore del *voting premium*. Ciò non toglie che il prezzo di mercato delle azioni ordinarie che compongono il flottante possa risultare, per le holding, sistematicamente sottovalutato rispetto al valore di mercato delle partecipazioni possedute dalla holding.

<sup>27</sup> Prima del Tuf l'assenza dell'obbligo di Opa a cascata potrebbe tuttavia agire in direzione contraria, determinando una diminuzione del *voting premium* per quelle osservazioni per le quali GRUPPO=1. Allo scopo di verificare se l'impatto GRUPPO sul *voting premium* si è modificato in seguito all'entrata in vigore del Tuf è stata inserita tra i regressori anche la variabile composta TUF\*GRUPPO; tuttavia essa, pur assumendo segno positivo, non è mai statisticamente significativa in nessuna delle specificazioni adottate.

- e) il differenziale di dividendo delle azioni di risparmio rispetto ai titoli ordinari, rapportato al prezzo di mercato delle risparmio. Quanto maggiore è tale differenziale, tanto minore dovrebbe essere il *voting premium*;
- f) la *dummy* OPA relativa all'introduzione dell'Opa obbligatoria nel 1992 con la legge 149/1992. In particolare, tralasciando l'offerta pubblica di scambio, la legge introduce l'obbligatorietà dell'Opa in quattro casi: se si intende acquisire (Opa preventiva) o si sia già acquisito (Opa successiva) il controllo di una società quotata; se si intende acquisire o si sia già acquisito da parte di azionisti che detengono il "semicontrollo" un ulteriore 2% del capitale della società (Opa incrementale); se per effetto dell'acquisizione il flottante è sceso al di sotto del 10% o della soglia minore fissata dalla Consob (Opa residuale) (per maggiori dettagli, si veda l'Appendice 1). Per i motivi già esposti, l'impatto atteso della variabile OPA è positivo;
- g) la *dummy* TUF relativa all'introduzione del Testo unico della finanza nel 1998 con il d.lgs. 58/1998. Il Tuf non ha apportato modifiche sostanziali alla disciplina delle azioni di risparmio, essendosi limitato a rimetterne la definizione del privilegio patrimoniale – in precedenza disciplinato dalla legge 216/1974 – all'autonomia statutaria degli emittenti, e avendone confermato l'esclusione dal regime di Opa obbligatoria. Per contro, il Testo unico ha innovato sia la disciplina dell'Opa, sia la normativa a tutela degli azionisti di minoranza. Per quanto riguarda il primo punto, si ricordano l'introduzione della soglia di partecipazione al capitale pari al 30% al superamento della quale scatta l'obbligo di offerta pubblica e l'introduzione dell'obbligo di offerta a cascata. Con riferimento al secondo punto, il Tuf ha inteso aumentare la possibilità di "voce" degli azionisti di minoranza attraverso misure esplicitamente dettate dal legislatore, ovvero misure la cui adozione è rimessa all'autonomia statutaria delle società (per maggiori dettagli, si rimanda all'Appendice 1). È plausibile ritenere che queste disposizioni abbiano ridotto i benefici privati e abbiano avuto dei riflessi sul mercato del controllo, generando una diminuzione del differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio: il segno atteso della *dummy* TUF è, dunque, negativo<sup>28</sup>.
- h) le variabili composte TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA e TUF x HOLDING, allo scopo di verificare se e in quale misura l'entrata in vigore del Tuf ha modificato la relazione

---

<sup>28</sup> Come rileva il presidente della Consob "Nei fatti, l'autonomia statutaria è stata poco o punto utilizzata; la convocazione dell'assemblea ad opera delle minoranze è avvenuta una sola volta; i poteri di denuncia e di azione di responsabilità non sono mai stati esercitati; il voto per corrispondenza è previsto in pochi statuti; mai è stata effettuata una sollecitazione di deleghe. Tale constatazione, tuttavia, non costituisce ragione sufficiente per un giudizio sommariamente negativo sui nuovi istituti. I maggiori presidi dei diritti dell'azionista di minoranza possono avere effetto deterrente, talché dal mancato esercizio dei mezzi di tutela non si può inferire un'inefficacia degli stessi" (Consob, 2002).



tra il *voting premium* e gli assetti proprietari. La prima variabile dovrebbe catturare l'effetto ascrivibile alle modifiche apportate dal Testo unico alla disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto. Come già ricordato, il Tuf ha sancito l'applicazione del regime di Opa successiva obbligatoria al superamento della soglia di partecipazione del 30%: in tal modo, il legislatore ha risolto i problemi di carattere applicativo e interpretativo che avevano caratterizzato la legge 149/1992, la quale invece collegava l'obbligo di offerta all'intenzione di acquisire (Opa preventiva) o all'intervenuta acquisizione (Opa successiva) del controllo di diritto, ovvero di fatto, ovvero della maggioranza relativa dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria, stabilita e resa nota dalla Consob. La maggiore chiarezza del quadro normativo potrebbe aver alterato la relazione tra il *voting premium* e gli assetti proprietari osservabile prima del Tuf: l'esistenza di un azionista con una partecipazione superiore al 30% costituisce una pre-condizione all'accesso (sia pur parziale) al premio del controllo da parte degli azionisti di minoranza, essendo naturalmente necessario affinché tale pre-condizione produca l'effetto in parola che abbia luogo il trasferimento del pacchetto di controllo. La relativa certezza con la quale, in seguito all'entrata in vigore del Tuf, è possibile individuare le società con struttura proprietaria atta a far scattare l'obbligo di Opa successiva potrebbe determinare una relazione positiva tra il *voting premium* e la QUOTA DEL 1° AZIONISTA. Alla luce di queste considerazioni, dunque, la variabile composta TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA potrebbe avere segno positivo<sup>29</sup>. Con la variabile combinata TUF x HOLDING si mira a verificare l'effetto dell'introduzione nel 1998 dell'obbligo di offerta a cascata, in virtù del quale l'obbligo di Opa nei confronti dei titoli di una società (operativa) sussiste anche nel caso in cui il suo acquisto sia avvenuto indirettamente per il tramite di un'altra società (holding). Tale modifica legislativa dovrebbe aver determinato una riduzione del *voting premium* della holding, visto che il prezzo di offerta, grazie al quale gli azionisti di minoranza possono estrarre parte dei benefici privati in occasione di un mutamento degli assetti proprietari, sconta dopo l'entrata in vigore del Tuf il maggiore onere che l'acquirente deve sostenere per adempiere all'obbligo di Opa anche per le società concatenate alla holding;

i) il tasso di variazione annuale dell'indice generale di mercato (MIB). Un andamento pro-ciclico del *voting premium* potrebbe riflettere un differenziale nell'andamento dei rendimenti delle ordinarie e delle risparmio. Corielli e Rindi (1996) mostrano che il

---

<sup>29</sup> Considerazioni di questo tenore sono alla base del risultato, ottenuto per il caso tedesco, dal già citato studio di Hoffmann-Burchardi (1999).

prezzo delle azioni ordinarie si connota per una maggiore reattività, rispetto ai titoli di risparmio, alle fasi positive del mercato, mentre la circostanza opposta sembrerebbe emergere nelle fasi di ribasso; altri autori rilevano la significatività statistica della differenza dei coefficienti beta stimati con riferimento ai due titoli (Penati e DiCorato, 1989; Ferretti *et al.* 1993);

j) i volumi scambiati sul mercato azionario (SCAMBI). Nel corso del periodo preso in considerazione per l'analisi del *voting premium*, hanno avuto luogo eventi riguardanti la microstruttura del mercato azionario (quali ad esempio l'avvio del sistema telematico di contrattazione del novembre 1991) e l'offerta di titoli (quali le privatizzazioni avviate a partire dal 1993) che potrebbero aver influenzato il differenziale di prezzo tra categorie di azioni. La variabile SCAMBI è stata inserita per prevenire eventuali ambiguità nell'interpretazione dell'effetto delle *dummies* legislative, che si collocano a cavallo di tali eventi;

k) il tasso di interesse dei titoli di stato a lungo termine (BTP10Y). L'utilizzo di tale variabile mira a verificare l'esistenza di un rapporto di sostituzione tra azioni di risparmio e attività prive di rischio, quali i titoli di stato. In particolare, se gli investitori considerassero le azioni di risparmio sostitutive di attività finanziarie prive di rischio, quali i titoli di stato, incrementi dei rendimenti del BTP decennale si tradurrebbero in una ricomposizione del portafoglio sfavorevole alle azioni di risparmio, il cui prezzo di mercato dovrebbe diminuire fino a riportarne il rendimento atteso in linea con i più elevati tassi di interesse: questo processo di aggiustamento determinerebbe, *coeteris paribus*, un aumento del *voting premium*;

l) il trattamento fiscale delle azioni di risparmio (FISCO). Fino al 31 dicembre 1994, i dividendi delle azioni di risparmio al portatore erano assoggettati a ritenuta definitiva del 15%, mentre per le azioni di risparmio nominative era prevista la possibilità di optare per il regime del credito di imposta (con versamento di ritenuta d'acconto pari al 10% del dividendo); a partire dal gennaio 1995, la ritenuta definitiva è stata ridotta al 12,50%. La *dummy* FISCO, assumendo valore 1 in corrispondenza del più sfavorevole trattamento fiscale in vigore fino al 1994, dovrebbe dunque avere un impatto positivo sul *voting premium*.

Le fonti dei dati sono riportate di seguito:

### FONTI DEI DATI

VARIABILE	FONTI
PREZZI UFFICIALI NON RETTIFICATI; TASSO BTP 10 Y; MIB	DATASTREAM
QUOTA DEL PRIMO AZIONISTA; SOCIETÀ CONTROLLANTE QUOTATA (GRUPPO)	DATABANK (ED.) TACCUINO DELL'AZIONISTA; CONSOB, ARCHIVIO SUGLI ASSETTI PROPRIETARI
HOLDING	BILANCI CIVILISTICI
DIVIDENDI; COMPOSIZIONE DEL CAPITALE SOCIALE (NUMERO ORDINARIE E RISPARMIO)	MEDIOBANCA (ED.) INDICI E DATI
VOLUMI SCAMBIATI SUL MERCATO AZIONARIO	RELAZIONE ANNUALE CONSOB

La tavola 2 riporta alcune statistiche descrittive delle variabili di cui sopra:

Tav. 2

### STATISTICHE DESCRITTIVE

VARIABILE	MEDIA	DEV. STAND.	MEDIANA	MASSIMO	MINIMO
VOTING PREMIUM (VP) <sup>1</sup>	62,28	57,92	57,03	405,78	-60,11
VOTING PREMIUM TOTALE (VPTOT) <sup>1</sup>	24,06	25,66	28,94	72,65	-148,82
QUOTA 1° AZIONISTA <sup>1</sup>	46,32	19,41	48,84	99,00	2,12
HOLDING	0,11	0,31	0,00	1,00	0,00
GRUPPO	0,39	0,49	0,00	1,00	0,00
PESO RISPARMIO SU ORDINARIE <sup>1</sup>	30,64	24,99	23,57	100,00	0,09
DIFFERENZIALE DI DIVIDENDO <sup>1</sup>	1,26	2,88	0,57	16,49	0,00
VARIAZIONE DEL MIB <sup>1</sup>	12,61	24,05	9,25	58,20	-25,10
SCAMBI MERCATO AZIONARIO <sup>2</sup>	177,87	233,30	72,50	838,50	16,04
TASSO BTP 10 Y <sup>1</sup>	9,43	2,65	10,27	12,00	4,58
FISCO3	0,54	0,50	1,00	1,00	0,00
N= 758					
CROSS SECTION: 80					

<sup>1</sup>Valori percentuali. <sup>2</sup>Valori in miliardi di euro. <sup>3</sup>Dummy pari a 1 per gli anni in cui la cedola secca sui dividendi delle azioni di risparmio era pari al 15% (1989-1994) e 0 negli anni in cui la cedola si riduce al 12,5% (1995-2000).

Come si evince dalle figure 1 e 2, che rappresentano l'andamento del differenziale di prezzo rilevato mensilmente, nell'intervallo temporale considerato il *voting premium* medio sia totale (*VPtot*; fig. 1) che unitario (*VP*; fig. 2) ha registrato una sensibile diminuzione, passando rispettivamente dal 32% al 21% circa e dall'85% al 37 %.

All'introduzione dell'Opa obbligatoria nel 1992 corrisponde un aumento sostanziale del *voting premium*. Nel periodo *pre-Opa*, infatti, il *voting premium VP<sub>tot</sub>* oscillava fra il 22% e il 27% (ovvero, per quanto riguarda *VP*, tra il 60% e il 70% circa), mentre nel periodo *post-Opa* il *range* di oscillazione si innalza di 3-4 punti percentuali (ovvero per *VP* si sposta verso l'intervallo del 70-80%). Rimane, tuttavia, sorprendente constatare che nel 1989 e nel 1990, cioè ben prima dell'approvazione della legge 149/1992, il prezzo delle azioni ordinarie fosse in media più elevato di quello delle azioni di risparmio di circa il 75% (fig. 2)<sup>30</sup>. Tale andamento potrebbe essere dovuto anche all'anticipazione da parte del mercato dell'approvazione della legge sull'Opa: si tratta di un'ipotesi verosimile, che come abbiamo già ricordato sembra trovare conferma anche in Zingales (1994), poiché i lavori che portarono all'approvazione della legge 149/1992 furono quanto mai travagliati e il testo approvato si basava su un progetto presentato già nel 1988<sup>31</sup>.

In corrispondenza dell'approvazione del Tuf, il *voting premium* sia totale che unitario esibisce una riduzione degli estremi dell'intervallo di oscillazione: questa tendenza è più marcata per il valore mediano del *voting premium* totale, che lascia emergere una riduzione di 8-10 punti percentuali del *range* di oscillazione a partire dal 1998 (fig. 1).

---

<sup>30</sup>L'eventuale premio per la liquidità in favore delle ordinarie non può assolutamente giustificare tale differenza mentre il privilegio nella distribuzione degli utili e il trattamento fiscale più favorevole avrebbero dovuto portare al limite ad un *voting premium* negativo (ancorché molto piccolo in valore assoluto). In particolare, si ricorda che Zingales (1994) cita evidenze empiriche relative al caso italiano dalle quali si evince una differenza fra lo *spread bid-ask* (che è appunto un indicatore di liquidità di un titolo) di un'azione ordinaria e della corrispondente azione di risparmio mediamente pari, nel 1989, solo allo 0,2%.

<sup>31</sup> Il primo disegno di legge in materia di regolamentazione delle offerte pubbliche risale al 1971. Seguirono poi altre iniziative parlamentari fino al 1977, quando il sen. Berlanda (successivamente presidente Consob) propose un disegno approvato in prima lettura dal Senato nel giugno del 1988. Alla Camera, il provvedimento fu oggetto di contrasti tali da comportare uno slittamento del varo della legge al 18 febbraio 1992. Per maggiori dettagli sulla genesi della disciplina delle offerte pubbliche si veda Weigmann (1993).

Figura 1

Andamento del *voting premium* in percentuale della capitalizzazione  
(1989 - 2000; dati mensili)

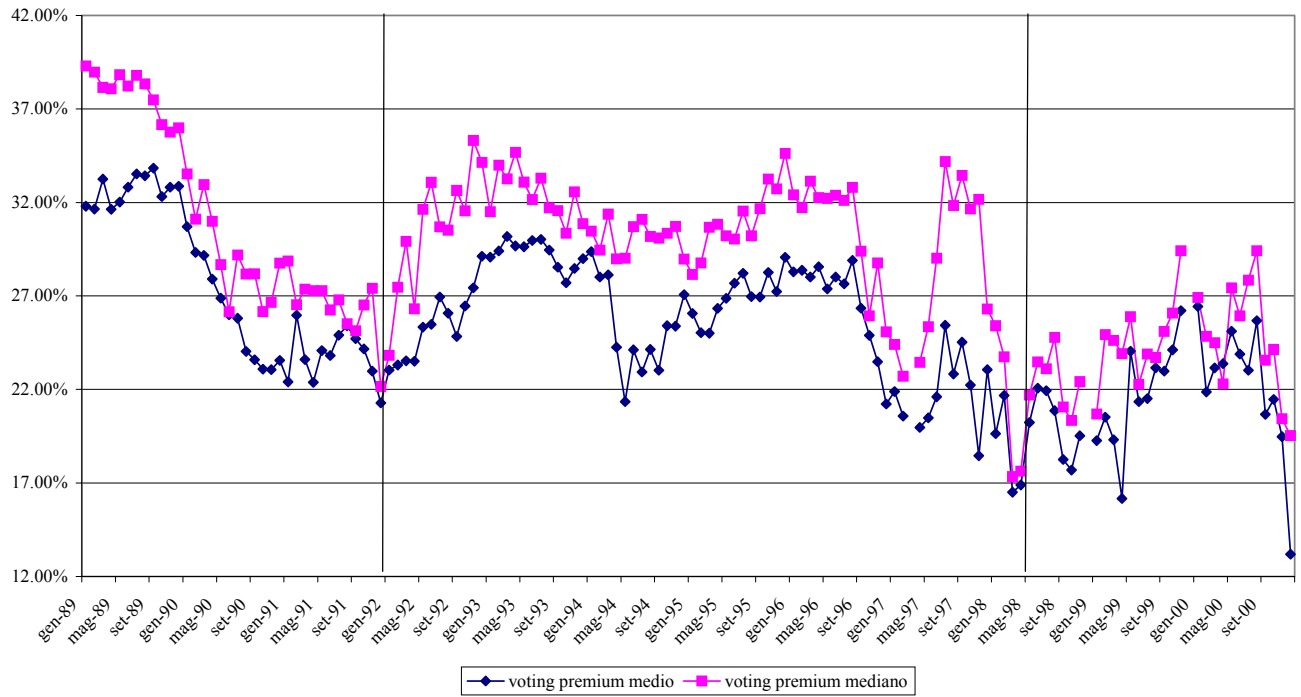
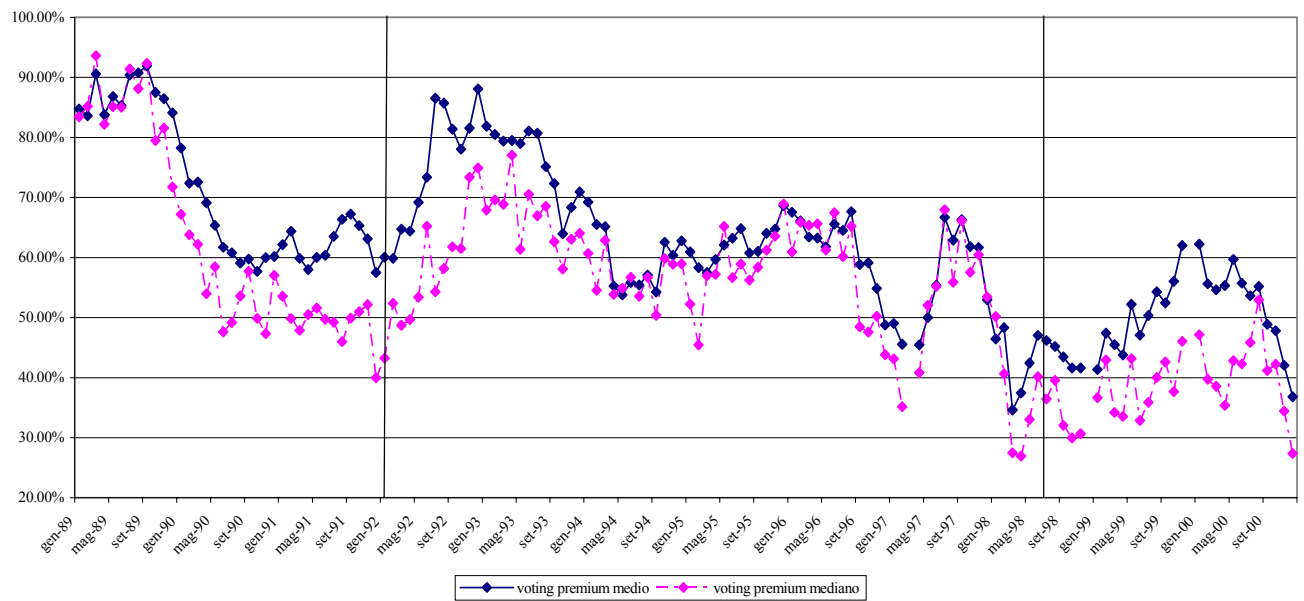


Figura 2

Andamento del *voting premium*  
(1989 - 2000; dati mensili)



#### 4. SPECIFICAZIONE ECONOMETRICA E RISULTATI DELLE STIME

Il presente paragrafo illustra i risultati delle stime panel ottenuti secondo tre specificazioni differenti. La prima di tipo *pooling* applica la restrizione di uguaglianza dei coefficienti delle variabili esplicative sia tra le osservazioni di una stessa *cross-section* che tra le osservazioni di una stessa serie temporale; la seconda rimuove la restrizione di uguaglianza per la costante e stima un modello a effetti fissi; la terza rimuove la restrizione di uguaglianza dei coefficienti della variabile relativa alla quota del primo azionista<sup>32</sup>. In tutti e tre i casi, è stata controllata l'eventuale eteroschedasticità degli errori tra *cross-section* utilizzando il metodo di stima dei minimi quadrati generalizzato (GLS) in combinazione con lo stimatore di White della matrice di varianza e covarianza, robusto rispetto all'eteroschedasticità di forma non nota. Non è stato stimato un modello con effetti casuali (*random-effects model*) in quanto il data set utilizzato costituisce l'intera popolazione delle imprese che hanno quotato azioni di risparmio nel periodo 1989-2000 piuttosto che un campione casuale; inoltre, il data set non include fattori variabili tra imprese ma costanti nel tempo (che avrebbero reso plausibile la stima di un modello a effetti *random*). Tali considerazioni sono state confermate dai risultati del test di Hausman (per maggiori dettagli, si vedano Hsiao, 1986, e Baltagi, 1995).

La tavola 3 illustra i risultati delle stime quando la variabile dipendente è il *voting premium* totale in percentuale della capitalizzazione (*VPtot*; nell'Appendice 2, la tavola 3A riporta i risultati delle stime quando la variabile dipendente è il *voting premium VP*)<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> La prima specificazione corrisponde all'ipotesi di omogeneità tra le osservazioni con riferimento sia alla dimensione *cross section* che alla dimensione temporale e conduce alla stima di un modello a intercetta e coefficienti dei regressori costanti (*constant-intercept-and-slope model*). Se l'ipotesi di omogeneità è rigettata, il modello più semplice che consente di tenere conto della eterogeneità tra le unità incluse nel campione e/o tra i diversi intervalli di rilevazione è quello a intercetta variabile (laddove l'intercetta può a sua volta variare solo tra *cross-sections* oppure anche nel tempo). Questi modelli si fondano sull'assunto che gli effetti delle variabili escluse o omesse siano riconducibili a: fattori individuali costanti nel tempo (*individual-time-invariant variables*: ossia variabili che per un dato individuo assumono un valore costante nel tempo ma variano tra le osservazioni di una stessa *cross section*), fattori comuni a tutte le osservazioni di una *cross section* ma variabili nel tempo (*period-individual invariant variables*), fattori che variano sia tra le osservazioni di una *cross section* che nel tempo (*individual time-varying variables*). Nel campione in esame, appartengono alla seconda categoria le variabili OPA, TUF, VARIAZIONE MIB, SCAMBI, TASSO BTP10Y, FISCO; appartengono alla terza categoria le restanti variabili (mentre non si riscontrano fattori individuali costanti nel tempo). La seconda specificazione adottata nel presente lavoro e comunemente nota come *fixed-effects model* controlla gli effetti di quelle variabili omesse che sono specifiche per ogni unità di una data *cross-section* ma rimangono costanti nel tempo. La terza specificazione ricade nel gruppo dei cosiddetti *variable-coefficient models* e generalizza il modello a intercetta e coefficienti costanti permettendo al coefficiente della variabile QUOTA DEL 1° AZIONISTA di variare tra individui, anche se in modo non casuale (per dettagli sui modelli di stima con dati panel si veda Hsiao, 1986).

<sup>33</sup> Un tratto comune alle specificazioni riportate nella tavola sono i valori elevati dell' $R^2$  aggiustato, di gran lunga superiori a quelli ottenuti in altre indagini empiriche (Zingales, 1993, ad esempio, riporta valori che vanno dal 9% al 25%). In realtà si tratta di specificazioni non strettamente comparabili sia per la definizione della variabile dipendente (quella relativa alla Tav. 3 è il *voting premium* totale, mentre quella impiegata da Zingales, 1993, è il differenziale di prezzo rapportato al prezzo delle risparmio), sia per il modello adottato (*pooling versus* modello a intercetta o coefficienti variabili), sia infine per il metodo adottato (GLS *versus*

**DETERMINANTI DEL VOTING PREMIUM IN PERCENTUALE DELLA CAPITALIZZAZIONE**  
(STIME PANEL SUL CAMPIONE COMPLETO DI SOCIETÀ QUOTATE NEGLI ANNI 1989-2000)

VARIABILE	SPECIFICAZIONI		
	I (POOLING)	II (EFFETTI FISSI)	III (COEFFICIENTI VARIABILI)
COSTANTE	-7,827*		-6,426
QUOTA DEL 1° AZIONISTA <sup>1</sup>	-0,087***	-0,037***	
PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE HOLDING	0,276***	0,322***	0,405***
GRUPPO	5,053***	1,412	0,169
DIFFERENZIALE DI DIVIDENDO	-1,070***	-0,250	-0,262*
OPA	0,430	0,976***	1,599***
TUF	-4,110**	-5,415***	-6,457***
TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA	0,084***	0,067*	0,097***
TUF x HOLDING	-3,267*	-7,850***	-5,546***
VARIAZIONE MIB	0,138***	0,088***	0,111***
SCAMBI	0,013***	0,008***	0,010***
TASSO BTP10Y	2,531***	1,661***	1,996***
FISCO <sup>2</sup>	1,399**	1,589***	1,653***
N = 748			
R <sup>2</sup> – AGGIUSTATO (%)	61,66	88,83	91,95

*p-values*: \*\*\* significativo al livello di confidenza dell'1%; \*\* significativo al livello di confidenza del 5%; \* significativo al livello di confidenza del 10%.

<sup>1</sup> Per la specificazione a coefficienti variabili, il coefficiente è stato stimato separatamente per le singole imprese e i valori così ottenuti non sono riportati nella tavola. <sup>2</sup> *Dummy* pari a 1 per gli anni in cui la cedola secca sui dividendi delle azioni di risparmio era pari al 15% (1989-1994) e 0 negli anni in cui la cedola si riduce al 12,5% (1995-2000).

La specificazione I (*Pooling*) impone l'uguaglianza di intercetta e coefficienti tra le osservazioni di una stessa *cross-section* e tra le osservazioni corrispondenti a periodi diversi. I risultati così ottenuti sembrerebbero confermare le aspettative circa il segno della relazione tra le variabili incluse nella regressione e il *voting premium*. In particolare, tutte le variabili attinenti alla struttura proprietaria, ossia QUOTA DEL 1° AZIONISTA, HOLDING e GRUPPO,

OLS). Si noti che nelle specificazioni *pooling*, a effetti fissi e a coefficienti variabili di cui alla Tav. 3, l'R<sup>2</sup> aggiustato non ponderato è pari rispettivamente a 16,02%, 65,55% e 55,47% (valori non riportati nella tavola).

risultano statisticamente significative ed esibiscono il segno atteso (rispettivamente, negativo per la prima e positivo per le ultime due); rilevante appare pure la composizione del capitale sociale, ossia PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE con segno positivo. Per quanto riguarda le variabili legislative, solo TUF è significativa e, tra le variabili “composte”, TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA è significativa al livello di confidenza dell’1%, HOLDING al livello del 10%. La prima, considerata congiuntamente a QUOTA DEL 1° AZIONISTA, riduce, dopo l’entrata in vigore del Testo unico, la significatività economica della concentrazione proprietaria sul differenziale di prezzo di ordinarie e risparmio, portando il relativo coefficiente a un valore prossimo allo zero (-0,003); la seconda attesta una riduzione dell’impatto della variabile HOLDING di circa il 50% dopo il Tuf (più precisamente, da 6,2 a 2,9 punti percentuali). Ugualmente significative e con il segno atteso sono le variabili attinenti al mercato azionario (VARIAZIONE MIB e SCAMBI), al tasso dei titoli di stato (BTP10Y) e al trattamento fiscale (FISCO); il rendimento differenziale delle azioni di risparmio, infine, ha un effetto negativo e statisticamente significativo. Questi risultati devono tuttavia essere valutati con cautela: la specificazione *Pooling*, infatti, può generare stime distorte se l’ipotesi di uguaglianza dei parametri tra *cross-section* e nel tempo non è soddisfatta. Il test di Wald ha consentito di rifiutare tale ipotesi e ha dunque suggerito l’opportunità di adottare modelli alternativi. La scelta, come si è già detto, è caduta su due specificazioni, rispettivamente, a effetti fissi e a coefficienti variabili.

La specificazione II (effetti fissi) si basa sull’ipotesi che l’effetto delle variabili omesse o escluse dall’analisi varia per ciascuna osservazione di una determinata *cross-section* ma rimane costante nel tempo. La specificazione III (coefficienti variabili) rimuove la restrizione di uguaglianza per i coefficienti di QUOTA DEL 1° AZIONISTA, permettendo quindi una stima di coefficienti specifici per ciascuna società inclusa nel campione, partendo dal presupposto che la relazione tra questa variabile e il *voting premium* esibisce differenze tra le osservazioni di una data *cross-section*, pur rimanendo costante nel tempo per una data impresa<sup>34</sup>.

I risultati delle stime mostrano una certa stabilità tra specificazioni (salvo alcune eccezioni di cui si dirà in seguito) e permettono di analizzare l’evoluzione temporale del *voting premium* distinguendo tra gli effetti legati all’estrazione di benefici privati e alla

---

<sup>34</sup> In linea di principio è possibile individuare diversi elementi che potrebbero giustificare l’ipotesi in base alla quale l’impatto di un certo assetto proprietario sul differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio differisce a seconda di caratteristiche specifiche delle singole imprese e non esplicitamente controllate nelle stime di cui alla Tav. 3. Si pensi, ad esempio, all’indebitamento, oppure al settore di attività e dunque alla natura degli *assets* controllati (prevalentemente immateriali nel settore bancario e assicurativo, materiali in quello industriale) che potrebbero incidere sull’entità dei benefici privati del controllo.



stabilità del controllo – colti attraverso le variabili di assetto proprietario, di composizione del capitale sociale e di struttura del gruppo – e gli effetti derivanti dall’evoluzione della regolamentazione.

Per quanto riguarda il primo aspetto (ossia la relazione tra struttura proprietaria, composizione del capitale e *voting premium*), le variabili QUOTA DEL 1° AZIONISTA, PESO DELLE RISPARMIO e HOLDING sono statisticamente significative e presentano il segno atteso in entrambe le specificazioni, mentre GRUPPO sembra non avere un impatto rilevante.

In particolare, nella specificazione II, un incremento di 10 punti percentuali della QUOTA DEL 1° AZIONISTA determina una diminuzione del differenziale di prezzo tra ordinarie e risparmio pari allo 0,37%; nella specificazione III, invece, la QUOTA DEL 1° AZIONISTA entra nella regressione come variabile a sé stante e specifica per ogni singola impresa<sup>35</sup>. Sembra dunque trovare conferma la tesi secondo la quale la relazione che lega gli assetti proprietari e il *voting premium* passa attraverso la stabilità del gruppo di comando e dunque alla possibilità per gli azionisti di minoranza di appropriarsi di parte del premio per il controllo a seguito di un mutamento della coalizione di maggioranza. In entrambi i modelli, la QUOTA DEL 1° AZIONISTA compare anche come variabile “composta”, ossia in interazione con la *dummy* TUF: di questo si dirà fra breve.

La variabile HOLDING sembra avere un impatto considerevole, determinando un incremento del *voting premium* che si attesta attorno a 8 punti percentuali (più precisamente, 8,10% nel modello a effetti fissi e 7,69% nel modello a coefficienti variabili); questo effetto, tuttavia, sembra destinato a ridursi notevolmente in seguito all’applicazione del Testto unico (maggiori dettagli nel seguito).

L’impatto di HOLDING si somma all’effetto del PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE il cui aumento di un punto percentuale concorre ad ampliare il *voting premium* dello 0,32%, nel modello a effetti fissi, ovvero dello 0,41%, nel modello a coefficienti variabili. Questo risultato cattura l’effetto “diluizione”, derivante come si è già detto dalla separazione tra capitale posseduto e capitale controllato, realizzato attraverso l’emissione di azioni di risparmio e rafforzato, se la società è una holding, dall’allungamento della catena del controllo.

---

<sup>35</sup> In questo caso, i coefficienti specifici statisticamente significativi almeno al livello di significatività del 10% (43 su 80) assumono valori che vanno da -1,793 (nel qual caso un aumento della quota del primo azionista di un punto percentuale si traduce in una riduzione del *voting premium* di due punti percentuali circa) a un valore minimo pari a -0,0002.

L'impatto della regolamentazione appare significativo. In particolare, l'effetto della variabile OPA è positivo e indica un incremento del *voting premium* pari all'incirca a un punto percentuale nella specificazione II e a 1,60 punti percentuali nella specificazione III: si tratta di un risultato conforme alle aspettative, poiché la legge 149/1992 ha introdotto l'obbligo di Opa solo per le azioni ordinarie, aumentando in tal modo la probabilità che anche i titoli di minoranza abbiano accesso al premio di controllo nel caso di variazione della struttura proprietaria.

Per quanto riguarda TUF, le stime indicano che all'introduzione del Testo unico della finanza corrisponde una riduzione del *voting premium* pari, a seconda del modello adottato, a 5,42 ovvero 6,46 punti percentuali (rispettivamente, nelle specificazioni II e III). Ciò fornisce un'evidenza non contrastante con l'ipotesi secondo la quale le modifiche regolamentari introdotte nel 1998 alla disciplina delle società quotate abbiano contribuito a ridurre i benefici del controllo oggetto di appropriazione privata da parte della coalizione di maggioranza e, per questa via, del differenziale di prezzo tra azioni ordinarie di minoranza e azioni di risparmio.

Accanto a questo effetto che potremmo definire diretto si collocano due effetti indiretti colti attraverso le variabili "composte" TUF x HOLDING e TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA, che permettono di individuare se e in quale direzione l'entrata in vigore del Testo unico ha modificato la relazione tra le variabili interagite con TUF e il *voting premium*<sup>36</sup>. Il segno del coefficiente della variabile TUF x HOLDING offre sostegno all'ipotesi secondo la quale il Testo unico, e dunque presumibilmente l'introduzione dell'obbligo di Opa a cascata, avrebbe ridotto il divario tra il *voting premium* delle società classificabili come *holding* e quello delle società operative. Questa riduzione ammonterebbe al 7,85% e al 5,55% rispettivamente nelle specificazioni II e III, con il risultato che, a partire dal 1998, il fatto di essere una holding comporterebbe un incremento del differenziale di prezzo tra ordinarie e risparmio solo dello 0,25% (specificazione II), ovvero del 2,15% (specificazione III), a fronte dell'incremento pari all'incirca all'8% nel periodo precedente il Tuf.

TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA presenta un coefficiente positivo che contribuisce a indebolire l'effetto della componente azionaria sul *voting premium*. Il coefficiente risulta statisticamente significativo al livello del 10% nel modello a effetti fissi, dove segnalerebbe un effetto sulla variabile QUOTA DEL 1° AZIONISTA tale da renderne il coefficiente positivo e pari a +0,030 dopo l'applicazione del Tuf, mentre si connota per una maggiore significatività

---

<sup>36</sup> L'impatto totale medio del Tuf, inteso come somma dell'effetto diretto e dei due effetti indiretti valutati in corrispondenza del valore medio delle variabili composte, risulta pari a -4,944 e a -5,627 punti percentuali rispettivamente nelle specificazioni II e III.

statistica ed economica nel modello a coefficienti variabili. Come si è già discusso, tale evidenza potrebbe fornire sostegno all'ipotesi secondo la quale il Tuf, attraverso la razionalizzazione e le innovazioni del quadro normativo in materia di Opa, abbia contribuito a creare maggiore certezza circa le condizioni che determinano l'insorgere dell'obbligo di Opa successiva con la conseguenza che, *coeteris paribus*, la direzione dell'impatto della variabile QUOTA DEL 1° AZIONISTA nella determinazione del differenziale di prezzo tra ordinarie e risparmio cambia segno. Questo risultato è coerente con quello ottenuto da Hoffmann-Burchardi (1999) che, come già ricordato, evidenzia un'inversione della relazione tra *voting premium* e concentrazione proprietaria, che prima dell'introduzione dell'obbligo di Opa successiva sembrerebbe negativa per poi divenire positiva.

In entrambe le specificazioni, i coefficienti delle variabili relative al mercato azionario (VARIAZIONE MIB e SCAMBI), al tasso di interesse dei titoli di stato a lungo termine (TASSO BTP10Y) e al trattamento fiscale delle azioni di risparmio (FISCO) sono statisticamente significativi ed esibiscono valori sostanzialmente stabili tra le specificazioni stesse. In particolare, per quanto riguarda VARIAZIONE MIB, un incremento dell'indice di borsa pari a un punto percentuale genera un aumento del *voting premium* pari all'incirca a 0,09 ovvero 0,11 punti percentuali (rispettivamente nelle specificazioni II e III). Tale risultato sembra confermare le conclusioni della letteratura empirica sulla maggiore reattività del prezzo delle azioni ordinarie alle fasi di mercato, rispetto a quella dei titoli di risparmio; l'impatto quantitativo è, tuttavia, contenuto. Analoga interpretazione si può attribuire al coefficiente della variabile SCAMBI che incide sul *voting premium* in misura abbastanza modesta: un aumento del volume aggregato degli scambi pari a un miliardo di euro genera un incremento del differenziale di prezzo tra ordinarie e risparmio di 0,01 punti percentuali in entrambi i modelli. Il segno positivo e la significatività di TASSO BTP10Y offrono sostegno alla tesi secondo la quale le azioni di risparmio sono considerate un investimento sostitutivo di attività finanziarie prive di rischio, quali i titoli di stato, con la conseguenza che i relativi prezzi di mercato esibiscono una correlazione negativa con i rendimenti del BTP decennale: l'incremento di un punto percentuale dei tassi del BTP10Y determina dunque una variazione del *voting premium* pari a due punti percentuali circa (rispettivamente 1,66 e 2,00 nelle specificazioni II e III). La variabile FISCO evidenzia un ampliamento del differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio, pari all'incirca al 1,6% (più precisamente, 1,59 e 1,65 rispettivamente nei modelli a effetti fissi e a coefficienti variabili), nel periodo 1989 – 1994 in cui queste ultime erano assoggettate a un trattamento fiscale più sfavorevole che ne riduceva i vantaggi reddituali rispetto ai titoli ordinari.

## 5. L'IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE SUI BENEFICI PRIVATI NEL CASO DI SOCIETÀ AD AZIONARIATO STABILE E CONTROLLATE DI DIRITTO<sup>37</sup>

Il presente paragrafo ripropone l'analisi del *voting premium* sviluppata sinora per un gruppo ristretto di società estratto dal campione completo secondo criteri, che esamineremo tra breve, miranti a circoscrivere l'influenza di fattori o eventi societari suscettibili di provocare variazioni nel tempo del differenziale di prezzo tra azioni ordinarie e di risparmio indipendenti dalla "qualità" della regolamentazione.

Ferma restando l'esclusione delle osservazioni corrispondenti ad operazioni di conversione dei titoli di risparmio in azioni ordinarie (per i motivi già discussi nel paragrafo 3), sono state selezionate solo le società caratterizzate da un assetto proprietario stabile nel corso del periodo esaminato, con un azionista che ha mantenuto il controllo di diritto o di fatto (in particolare, con una quota dei diritti di voto superiore al 40%). Sono state quindi escluse le società nelle quali si è verificato un cambio dell'azionista di controllo con conseguente Opa successiva. Come si è già argomentato, in questi casi all'annuncio della cessione del blocco di controllo il prezzo delle azioni ordinarie tende ad allinearsi al prezzo di cessione del blocco (almeno fino al periodo di vigenza della legge 149/1992), poiché il mercato anticipa l'Opa che dovrà essere obbligatoriamente effettuata; ciò comporta un aumento del *voting premium* che riflette semplicemente la certezza di una futura Opa e non mutamenti della "qualità" della regolamentazione<sup>38</sup>.

Sono state inoltre eliminate le società privatizzate e tutte le società pubbliche, poiché le (eventuali) aspettative di privatizzazione, più o meno confermate, potrebbero aver distorto l'andamento nel tempo del *voting premium*<sup>39</sup>.

---

<sup>37</sup> Il presente paragrafo riprende ed estende l'analisi contenuta in una nota informativa interna, curata da N. Linciano e G. Siciliano su benefici privati del controllo e qualità della regolamentazione.

<sup>38</sup> Si sarebbe potuto seguire anche in questo contesto la metodologia applicata per la selezione del campione completo, escludendo dall'analisi solo le osservazioni relative al periodo compreso tra i due mesi precedenti l'annuncio della cessione del blocco e la data di chiusura dell'Opa. La circolazione di *rumors* sull'operazione, che spesso ha luogo con largo anticipo rispetto all'annuncio e dunque la difficoltà di individuare il momento preciso in cui la notizia diviene di pubblico dominio, ha tuttavia indotto a preferire l'esclusione delle società interessate da Opa.

<sup>39</sup> Si pensi, ad esempio, alla privatizzazione del Credito Italiano avvenuta alla fine del 1993. Già nel corso dell'estate del 1992 cominciarono a circolare *rumors* circa la privatizzazione, precedenti il comunicato ufficiale in cui si rendeva noto che l'IRI avrebbe venduto la sua quota del 67% circa tramite un'offerta pubblica. Il *voting premium* intorno alla data dell'annuncio passò dal 20% circa a oltre il 100%. In questa circostanza, dunque, l'aumento del *voting premium* è ascrivibile esclusivamente alla percezione di un aumento della probabilità di future riallocazioni del controllo conseguenti alla privatizzazione, ossia al realizzarsi di una struttura proprietaria diffusa, e non, ovviamente, a cambiamenti della regolamentazione.

Il campione non comprende, inoltre, le imprese controllate da società quotate aventi all'attivo essenzialmente solo la partecipazione di controllo delle prime (cosiddette "scatole vuote" o "scatole cinesi"), in quanto tale assetto proprietario, incidendo sulla probabilità di acquisizione delle imprese controllate e in assenza dell'obbligo di Opa a cascata, avrebbe potuto distorcere verso il basso il *voting premium*<sup>40</sup>.

Sono state eliminate, infine, le società appartenenti a gruppi piramidali complessi e diversificati, per i quali le società rappresentavano solo uno dei molteplici interessi, allo scopo di evitare che la probabilità di variazioni degli assetti proprietari, nonché eventuali aspettative di cessioni del pacchetto di maggioranza riconducibili soprattutto a riassetti o ridisegni della struttura e delle strategie del gruppo di appartenenza introducessero un fattore di eterogeneità tra le società del campione in grado di aumentare la variabilità del *voting premium*.

Il sotto-campione così ottenuto include 14 società a stretto controllo familiare, costituenti l'*asset* fondamentale del gruppo o della famiglia di controllo; la tavola seguente ne riporta alcune statistiche descrittive:

Tav. 4

**STATISTICHE DESCRITTIVE PER IL SOTTO-CAMPIONE DI SOCIETÀ A CONTROLLO STABILE<sup>1</sup>**

VARIABILE	MEDIA	DEV. STAND.	MEDIANA	MASSIMO	MINIMO
VOTING PREMIUM (VP)	69,48	43,68	69,18	204,91	-27,05
VOTING PREMIUM TOTALE (VPTOT)	29,64	17,21	32,36	59,75	-37,62
QUOTA 1° AZIONISTA	50,90	16,67	54,05	90,48	13,94
PESO RISPARMIO SU ORDINARIE	40,64	31,50	34,86	100,00	0,86
DIFFERENZIALE DI DIVIDENDO	0,99	1,17	0,80	6,73	0,00

N= 131

CROSS SECTION: 14

<sup>1</sup>Valori percentuali.

I criteri di estrazione impiegati per il sotto-campione in esame, avendo circoscritto l'effetto ascrivibile alla variabilità della probabilità e delle aspettative di un ricambio degli assetti proprietari, dovrebbero permettere di cogliere con maggiore precisione l'impatto della regolamentazione sui benefici privati. In particolare, sulla base di quanto argomentato in

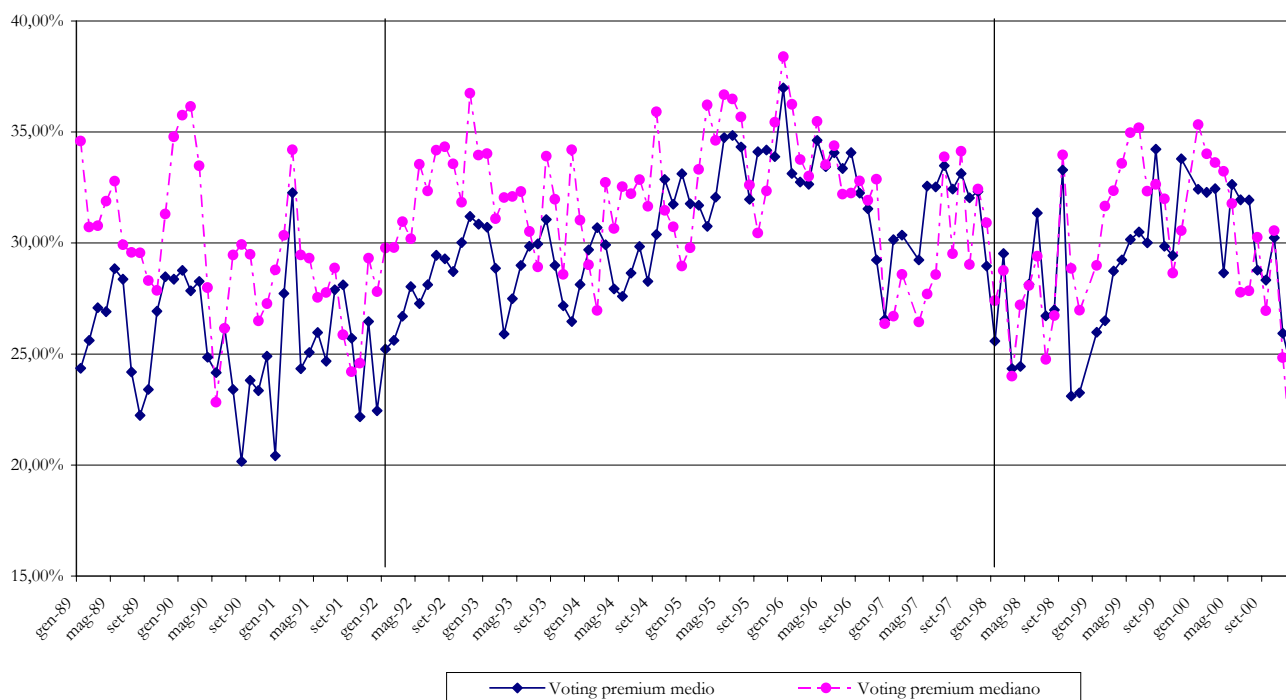
<sup>40</sup> Si consideri, ad esempio, il caso della Banca Nazionale dell'Agricoltura (BNA), che come già ricordato nel 1995 era controllata di diritto dalla Bonifiche Siele; a sua volta Bonifiche Siele aveva al suo attivo solo la partecipazione di controllo in BNA. Il controllo di BNA avrebbe potuto essere trasferito sia mediante la negoziazione del pacchetto di controllo detenuto da Bonifiche Siele, sia mediante l'acquisizione del controllo di Bonifiche Siele. Questa circostanza avrebbe potuto distorcere verso il basso il *voting premium* relativo ai titoli BNA, in quanto la probabilità di un'Opa risultava potenzialmente inferiore a quella di altre società controllate di diritto da società non quotate (o da persona fisica). Come si è già ricordato, questa distorsione discende dall'assenza di obbligo di Opa a cascata prima del Tuf.

precedenza, in corrispondenza del passaggio al regime di Opa obbligatoria il *voting premium* dovrebbe passare da un valore molto piccolo o prossimo allo zero ad un valore significativamente più elevato. L'introduzione del Tuf dovrebbe invece determinare una diminuzione del *voting premium* se e nella misura in cui esso ha contribuito a ridurre i benefici privati.

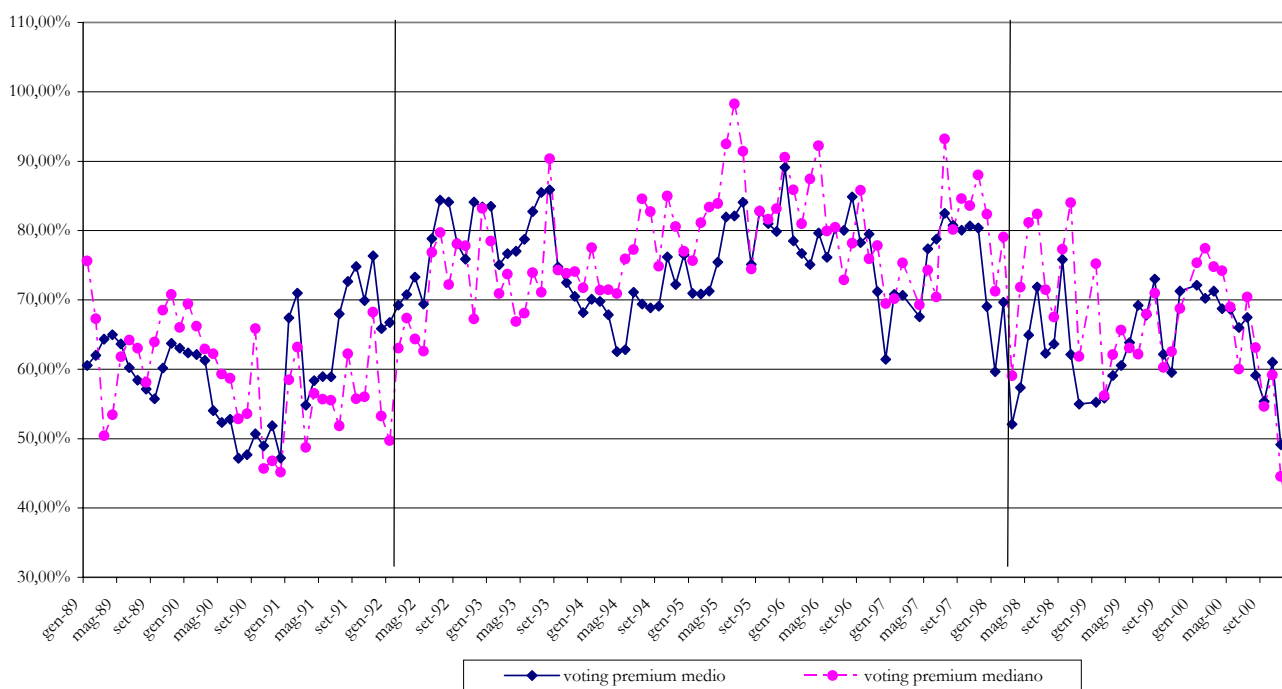
In realtà, l'evidenza che emerge dalle figure 4 e 5 non conferma queste aspettative, anche se un certo *trend* discendente che si osserva in prossimità e dopo l'approvazione del Tuf potrebbe indurre ad ipotizzare che, almeno nella percezione del mercato, il valore del controllo e i benefici privati ad esso legati rivestano, dopo le modifiche legislative del 1998, un ruolo relativamente meno importante rispetto a quello rilevato in passato.

Figura 4

Andamento del *voting premium* totale per il sottocampione di società a controllo stabile (1989-2000; dati mensili)



Andamento del *voting premium* per il sottocampione delle società a controllo stabile  
(1989-2000; dati mensili)



I risultati delle stime panel riportati nella Tav. 5 ripropongono le specificazioni *pooling*, a effetti fissi e a coefficienti variabili esaminate nel paragrafo precedente. Nella tavola, la variabile dipendente è  $VP_{tot}$  (mentre la tavola 5A, in Appendice 2, riporta i risultati delle specificazioni con  $VP$ ); tra le variabili indipendenti non compaiono ovviamente HOLDING, TUF x HOLDING e GRUPPO visto che nel sotto-campione in esame esse assumono sempre valore pari a zero:

**DETERMINANTI DEL VOTING PREMIUM IN PERCENTUALE DELLA CAPITALIZZAZIONE**  
(STIME PANEL SUL CAMPIONE DI SOCIETÀ A CONTROLLO STABILE NEGLI ANNI 1989-2000)

VARIABILE	SPECIFICAZIONI		
	POOLING	EFFETTI FISSI	COEFFICIENTI VARIABILI
COSTANTE	32,149***		40,897***
QUOTA DEL 1° AZIONISTA <sup>1</sup>	-0,199***	-0,166***	
PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE	-0,018	-0,073	-0,411***
DIFFERENZIALE DI DIVIDENDO	0,948	-0,908***	-0,611*
OPA	2,782***	3,650***	4,313***
TUF	-8,171***	-6,851*	-6,488*
TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA	0,133**	-0,020	0,022
VARIAZIONE MIB	0,057***	0,051***	0,043*
SCAMBI	0,005*	0,007***	0,004
TASSO BTP10Y	0,847**	0,419	0,382
FISCO <sup>2</sup>	2,599***	-0,698	1,816*
N = 131			
R <sup>2</sup> – AGGIUSTATO (%)	56,33	62,66	65,25

*p-values*: \*\*\* significativo al livello di confidenza dell'1%; \*\* significativo al livello di confidenza del 5%; \* significativo al livello di confidenza del 10%.

<sup>1</sup> Per la specificazione a coefficienti variabili, il coefficiente è stato stimato separatamente per le singole imprese e i valori così ottenuti non sono riportati nella tavola. <sup>2</sup> *Dummy* pari a 1 per gli anni in cui la cedola secca sui dividendi delle azioni di risparmio era pari al 15% (1989-1994) e 0 negli anni in cui la cedola si riduce al 12,5% (1995-2000).

Ferme restando le ragioni, discusse al paragrafo precedente, che rendono le specificazioni II e III preferibili rispetto alla specificazione I, si osservi come i risultati delle stime per il sotto-campione in esame differiscono da quelli ottenuti per il campione completo sotto vari profili. Anzitutto, è diminuito il numero di fattori statisticamente significativi (TUF x QUOTA DEL 1° AZIONISTA e TASSO BTP10Y non sono mai significativi salvo che nel modello *pooling*). Le variabili attinenti al mercato azionario, al tasso di interesse dei titoli di stato e al trattamento fiscale non risultano sempre significative. Infine, per la variabile relativa alla composizione del capitale (ossia PESO DELLE RISPARMIO) si registra un'inversione di segno: essa risulta peraltro significativa solo nel modello a coefficienti variabili, con un coefficiente che segnalerebbe una diminuzione del *voting premium* dello 0,41% in corrispondenza di un incremento di un punto percentuale del peso delle risparmio sulle ordinarie. L'impatto negativo della variabile in discorso potrebbe derivare dal fatto che per le società ad



azionariato stabile e controllate di diritto l'effetto liquidità ad essa associato prevale su quello "diluizione": in altri termini, il mercato percepisce le azioni di risparmio come uno strumento di finanziamento per l'impresa piuttosto che come un mezzo di separazione tra attività controllate e capitale posseduto e dunque ne valuta l'appetibilità rispetto a prodotti finanziari alternativi sulla base della liquidità. Si tratta di un risultato già emerso in altre verifiche empiriche per mercati esteri: tra gli studi più recenti, si veda in particolare, per il caso tedesco, Hoffman-Burchardi (1999).

Per contro, non emergono divergenze rilevanti rispetto al segno dell'impatto della struttura proprietaria e della regolamentazione. In particolare, per quanto attiene alla relazione tra assetti di controllo e *voting premium*, le specificazioni I e II lasciano emergere un coefficiente della variabile QUOTA DEL 1° AZIONISTA pari a  $-0,20$  e, rispettivamente,  $-0,17$  (maggiore degli analoghi valori rilevati per l'intero campione).

Rimane confermato, infine, sia l'impatto positivo di OPA (con un intervallo di oscillazione che va da 2,78 a 4,31 punti percentuali a seconda della specificazione adottata), sia l'effetto negativo di TUF (con un'oscillazione che va da  $-6,49$  a  $-8,17$  punti percentuali). Il contributo dell'introduzione della disciplina delle offerte obbligatorie al *voting premium* appare sempre maggiore rispetto a quello rilevato con riferimento al campione completo (dove si era registrato al massimo un  $+1,60\%$  nella specificazione III); lo stesso sembrerebbe per la variabile TUF (per il campione completo l'effetto minimo era uguale, nel modello *pooling*, a  $-5,42\%$  e quello massimo, nel modello a coefficienti variabili, a  $-6,46\%$ ), anche se la relativa significatività statistica è in alcuni casi minore rispetto a quella rilevata per il campione completo.

## 6. CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha esaminato l'andamento del *voting premium* quale indicatore della "qualità" della disciplina sul funzionamento delle società quotate e sui conflitti di interessi fra azionisti di minoranza e soci di controllo. L'analisi è stata condotta con riferimento a un campione di 80 imprese quotate in borsa che hanno emesso azioni di risparmio nel periodo 1989-2000. L'ampiezza dell'intervallo temporale considerato ha permesso di valutare l'impatto delle modifiche legislative in materia di Opa obbligatoria, con la legge 149/1992, e di governo societario, con il Testo unico della finanza.

Tenendo sotto controllo l'effetto di una serie di variabili che possono influenzare il differenziale di prezzo fra azioni ordinarie e di risparmio (prima fra tutte la struttura proprietaria dell'impresa), si è pervenuti a un risultato che confermerebbe l'ipotesi secondo la quale le modifiche legislative, introdotte nel 1998, alla disciplina delle società quotate hanno contribuito a ridurre i benefici privati del controllo e dunque ad aumentare il grado di protezione degli azionisti di minoranza. In particolare, l'entrata in vigore del Tuf avrebbe ridotto la quota del *voting premium* sulla capitalizzazione di borsa delle società da 5,42 a 6,46 punti percentuali (a seconda del modello di stima adottato). Ciò equivarrebbe ad una riduzione tra il 21 e il 25% circa del valore medio dei benefici privati del controllo (valore rilevato nel periodo 1989-1997 e pari a poco più del 26%).

Non si può escludere, tuttavia, che la variabile temporale relativa all'entrata in vigore del Tuf catturi anche cambiamenti "ambientali", legati a una crescita dimensionale e a una maggiore apertura internazionale del nostro mercato azionario, che avrebbero reso più incisiva l'azione di scrutinio da parte della comunità finanziaria sulle vicende delle imprese quotate, inducendo una riduzione del valore atteso dei benefici privati incorporato nei prezzi delle azioni.

## RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Andretta M., F. Brioschi e L. Buzzacchi (1990), "Azioni di risparmio ed azioni ordinarie: un modello di valutazione relativa", *Finanza Imprese e Mercati*, 2, 331-359.
- Baltagi, B.H. (1995), *Econometric Analysis of Panel Data*, Chichester, UK, John Wiley & Sons Ltd.
- Barclay, M. J. e C. G. Holderness (1989), "Private benefits from control of public corporations", *Journal of Financial Economics*, 25, 371-395.
- Bebchuck, L.A., R. Kraakman e G. Triantis (1999), *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*, Harvard Law School, Discussion Paper no. 249.
- Bergstrom, C. e K. Rydqvist (1990), "Ownership of equity in dual-class firms", *Journal of Banking and Finance*, 14, 255-269.
- Bigelli, M. e L. Caprio (1996), "Equity rights and abnormal differential returns between the voting and non voting classes of shares: Evidence from Italy", working paper n° 81 della collana Biblioteca Walter Bigiavi.
- Bigelli, M. e D. Rinaldi (1994), "Aumenti di capitale combinati e trasferimenti di ricchezza fra diverse categorie di azionisti: una verifica empirica per il mercato italiano", *Finanza Imprese e Mercati*, 6, 139-168.
- Brioschi, F. e S. Paleari (1998), "Wealth transfer in dual class recapitalisations with the right method: the case of the Italian stock market", *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 57, 157-188.
- Buzzacchi, L. e R. Mosconi (1993), "Azioni di risparmio e valore del controllo: alcune evidenze empiriche e spunti di ricerca", Quaderno di ricerca del centro di economia monetaria e finanziaria "Paolo Baffi" n. 73 (settembre).
- Caprio, L., A. Floreali e L. Radaelli (1994), "I trasferimenti del controllo di società quotate in Italia: un'analisi empirica dei prezzi e dei risultati per gli azionisti di minoranza", *Finanza Imprese e Mercati*, 3, 335-393.
- Castellino, O. (1989), "On the price of different classes of shares", *Banca Nazionale del Lavoro Quaterly Review*, 168, 109-123.
- Claessens, S., S. Djankov, e L. Lang (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Consob (2002), Relazione Annuale per il 2001, Roma.
- Coffee, J. (2000), "The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control", dattiloscritto, Columbia University.
- Corielli F. e B. Rindi (1996), "Price Differential, Market Concern and Market Liquidità", dattiloscritto.
- D'ambrosio, R. (1998), "Gli articoli 102-112", in C.Rabitti Bedogni (a cura di), *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D.lgs. 58 del 24 febbraio 1998*, Milano, Giuffrè.
- Dyck, A. e L. Zingales (2002), "Private Benefits of Control: An International Comparison", CEPR Discussion Paper no. 3177.
- De Chiara, R. (1998), "Gli articoli 146 e 147", in C.Rabitti Bedogni (a cura di), *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D.lgs. 58 del 24 febbraio 1998*, Milano, Giuffrè.
- Ferretti, R., M. Murgia e S. Sandri (1993), "Il valore delle azioni di risparmio: nuove evidenze empiriche", *Finanza Imprese e Mercati*, 3, 351-389.
- Grossman, S.J. e O.D. Hart (1988), "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration", *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.

- Harris, M. e A. Raviv (1988), "Corporate governance – Voting rights and majority rules", *Journal of Financial Economics*, 20, 203-235.
- Hoffmann-Burchardi, U. (1999), "Corporate Governance Rules and the Value of Control. A study of German Dual-Class Shares", FMG Discussion Paper 315, London School of Economics.
- Horner, M.R. (1988), "The value of the corporate voting right – Evidence from Switzerland", *Journal of Banking and Finance*, 12, 69-83.
- Hsiao, C. (1986), *Analysis of panel data*, Cambridge University Press.
- La Porta, R., F. Lopez-de Silanes e A. Shleifer (1997), "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, 52, 1131-1150.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- \_\_\_\_\_ (1999), "Corporate ownership around the world", *The Journal of Finance*, 2, 471 – 517.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, 58, 1-34.
- Lease, R.C., J.J. McConnel e W.H. Mikkelson (1983), "The market value of control in publicly-traded corporations", *Journal of Financial Economics*, 11, 439-471.
- Levy, H. (1982), "Economic valuation of voting power of common stock", *Journal of Finance*, 38, 79-93.
- Meggison, W.L. (1990), "Restricted voting stock, acquisition premiums, and the market for corporate control", *Financial Review*, 25, 175-198.
- Nenova, T. (2000), "The value of corporate votes and control benefits: a cross section analysis", reperibile al sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- \_\_\_\_\_ (2001), "Control values and changes in corporate law in Brazil", reperibile al sito [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Nicodano, G. (1998), "Corporate groups, dual-class shares and the value of voting rights", *Journal of Banking and Finance* 22, 1117-1137.
- Pagano, M. e A. Roell, (1990), "Trading Systems in European Stock Exchanges", *Economic Policy*, 10, 65-115.
- Penati, A. e G. DiCorato (1989), "Il prezzo delle azioni di risparmio non convertibili: alla ricerca delle sue determinanti", *Rassegna finanziaria AKROS*, 5, 1-4.
- Robinson, C. e A. White (1990), *The value of a vote in the market for corporate control*, working paper, York University.
- Rydqvist, K. (1992), "Dual-class shares: A review", *Oxford Review of Economic Policy*, 8, 45-57.
- \_\_\_\_\_ (1996), "Takeover bids and the relative prices of shares that differ in their voting rights", *Journal of Banking and Finance*, 20, 1407-1425.
- Roe, M. (2001), *The quality of corporate law argument and its limits*, dattiloscritto, Harvard University.
- Sepe, M. (1998), "L'articolo 145", in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il Testo Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D.lgs. 58 del 24 febbraio 1998*, Milano, Giuffrè.
- Smith, B. e B. Amoaku-Adu e (1995), "Relative prices of dual class shares", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30, 223-239.
- Weigmann, R. (1993), "Le offerte pubbliche di acquisto", in *Trattato delle S.p.A.* diretto da Colombo e Portale, 10, II, Torino, Utet.
- Zingales, L. (1994), "The value of the voting right: A study of the Milan Stock Exchange experience", *The Review of Financial Studies*, 1, 125-148.
- \_\_\_\_\_ (1995), "What determines the value of corporate votes?", *Quarterly Journal of Economics*, 4, 1047-1073.

## Appendice 1

### Scenario legislativo

Di seguito si riportano le principali disposizioni legislative in materia di azioni di risparmio, tutela degli azionisti di minoranza e offerte pubbliche di acquisto con indicazione delle principali innovazioni introdotte dal Testo unico della finanza.

#### Azioni di risparmio:

Le azioni di risparmio sono state introdotte nel nostro ordinamento dalla legge 216/1974, che ne consentiva l'emissione per un valore nominale complessivo non superiore, in concorso con quello delle azioni privilegiate, alla metà del capitale sociale; inoltre, la legge prevedeva che le azioni di risparmio non attribuissero diritto di voto alle assemblee ma fossero assistite da privilegi patrimoniali concernenti la ripartizione sia degli utili che del capitale (artt.14-16).

In linea di massima, questo impianto è stato riproposto anche dal Testo unico della finanza (artt. 145-147) anche se con alcune differenze (delle quali nel seguito si riportano le principali) che vanno nella direzione di un rafforzamento dei diritti amministrativi e di una maggiore flessibilità dei diritti patrimoniali (per maggiori dettagli, si vedano De Chiara, 1998, e Sepe, 1998).

- a) La legge 216/1974 faceva espresso divieto ai possessori delle risparmio di intervenire nelle assemblee della società e di richiederne la convocazione. Tali divieti non sono espressamente contemplati dal Tuf, per cui sembrerebbe che non sia possibile negare l'intervento in assemblea all'azionista di risparmio ovvero di partecipare alla convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza (art. 125); più controversa appare invece la questione relativa alla possibilità di valersi degli istituti previsti dal Tuf della denuncia al collegio sindacale e al tribunale (art. 128) e dell'azione sociale di responsabilità (art. 129) (mentre invece era da risolversi in senso affermativo prima del Tuf, dato che la legge 216/1974 riconosceva alle azioni di risparmio gli stessi diritti delle ordinarie salve le eccezioni espressamente previste).
- b) Rispetto alla legge 216/1974, il Tuf non ha riproposto l'obbligo di quotare le azioni di risparmio, essendo sufficiente che siano quotate le azioni ordinarie dell'emittente.
- c) La legge 216/1974 prevedeva un dividendo minimo pari al 5% del valore nominale e, nel caso di distribuzione dell'utile residuo, una maggiorazione del 2% del valore nominale rispetto all'utile assegnato alle azioni ordinarie (salvo che l'atto costitutivo non fissasse privilegi maggiori); la distribuzione di un dividendo inferiore a quello minimo dava origine a una differenza da computarsi in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. Gli azionisti di risparmio partecipavano alla distribuzione di riserve (con gli stessi diritti degli altri azionisti) e avevano un diritto di prelazione nel rimborso del capitale in sede di liquidazione della società. La riduzione del capitale per perdite intaccava il valore nominale delle risparmio solo per la parte eccedente il valore nominale delle ordinarie. Il Tuf rimette all'autonomia statutaria la definizione e la disciplina del privilegio: secondo la dottrina questa disposizione attribuisce la facoltà di definire un privilegio consistente in uno o più diritti patrimoniali (tra quelli già previsti dalla 216) ovvero in altri diritti patrimoniali.
- d) Con il Tuf, lo statuto deve disciplinare i diritti dei possessori delle azioni di risparmio nel caso di esclusione dalla negoziazione delle ordinarie o delle risparmio.
- e) Il Tuf innova anche con riferimento all'assemblea speciale e al rappresentante comune dei possessori di azioni di risparmio, privilegiando rispetto alla legge 216/1974 la tutela degli azionisti di risparmio non come singoli bensì come gruppo. Tra le novità più significative concernenti l'assemblea si ricordano la riduzione della percentuale necessaria per convocare l'assemblea speciale dal 5% all'1% delle azioni della categoria e l'abbassamento del quorum deliberativo al 20% in prima convocazione, al 10% in seconda e a maggioranza dei presenti in terza convocazione (in precedenza uguali a quelli fissati dal codice civile per l'assemblea straordinaria). Con riferimento al rappresentante comune, si ricordano la possibilità di nominare persone giuridiche autorizzate allo svolgimento dei servizi di investimento e società fiduciarie, la facoltà statutaria di attribuire al rappresentante poteri ulteriori a quelli stabiliti dalla legge e

l'obbligo di stabilire nello statuto le modalità per assicurare al rappresentante un'informazione adeguata sulle operazioni che possono incidere sulle quotazioni delle azioni di risparmio.

### Tutela delle minoranze

Le norme a tutela delle minoranze sono dettate dagli artt. 125-135 del Testo unico; tuttavia disposizioni che sortiscono lo stesso effetto emergono anche nella disciplina delle deleghe di voto e del collegio sindacale. Tra le principali novità si ricordano:

- a) la riduzione dal 20 al 10% dell'aliquota di capitale necessaria per l'ammissibilità della richiesta di convocazione dell'assemblea da parte dei soci. Tale soglia può essere peraltro ridotta dall'atto costitutivo;
- b) la fissazione del quorum deliberativo delle assemblee straordinarie ad almeno due terzi del capitale rappresentato in assemblea, per tutte le convocazioni. L'atto costitutivo può tuttavia richiedere un quorum deliberativo più elevato e può innalzare il quorum costitutivo dell'assemblea straordinaria in terza convocazione oltre il quinto del capitale sociale;
- c) la facoltà di prevedere nell'atto costitutivo l'esercizio del diritto di voto per corrispondenza;
- d) la riduzione dal 5 al 2% dell'aliquota di capitale necessaria per l'ammissibilità della denuncia al collegio sindacale da parte dei soci; la riduzione dal 10 al 5% dell'aliquota di capitale necessaria per l'ammissibilità della denuncia al tribunale da parte dei soci. L'atto costitutivo può stabilire aliquote inferiori in entrambi i casi;
- e) l'esperibilità dell'azione di responsabilità contro amministratori, sindaci e direttori generali da tanti soci (iscritti da almeno sei mesi nel libro dei soci) che rappresentino almeno il 5% del capitale. Prima del Tuf, l'azione poteva essere promossa soltanto in seguito a deliberazione dell'assemblea ordinaria. L'atto costitutivo può stabilire un'aliquota inferiore;
- f) il diritto di recesso, per gli azionisti dissenzienti, nel caso di scissione che comporti l'assegnazione di azioni non quotate. In precedenza tale diritto era previsto solo nel caso di fusioni ovvero incorporazioni in una società le cui azioni non fossero quotate;
- g) la semplificazione delle procedure per la sollecitazione e raccolta delle deleghe di voto. L'atto costitutivo può prevedere disposizioni volte a facilitare la raccolta delle deleghe presso gli azionisti dipendenti;
- h) la previsione che impone che almeno uno dei tre membri del collegio sindacale sia eletto dalla minoranza (ovvero almeno due se il collegio è formato da più di tre membri).

### La disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio

Nel nostro ordinamento, le offerte pubbliche di acquisto e di scambio vengono specificamente disciplinate per la prima volta con la legge 149/1992. In sintesi e tralasciando l'offerta pubblica di scambio, la legge introduce l'obbligatorietà dell'Opa in quattro casi: se si intende acquisire (Opa preventiva) o si sia già acquisito (Opa successiva) il controllo di una società quotata; se si intende acquisire o si sia già acquisito da parte di azionisti che detengono il "semicontrollo" un ulteriore 2% del capitale della società (Opa incrementale); se per effetto dell'acquisizione il flottante è sceso al di sotto del 10% o della soglia minore fissata dalla Consob (Opa residuale). Nei primi tre casi, il prezzo di offerta deve essere non inferiore alla media ponderata dei singoli prezzi di acquisto (nell'ultimo, il prezzo viene stabilito dalla Consob). Queste disposizioni riguardano solo le offerte aventi ad oggetto titoli quotati con diritto di voto. Le innovazioni di maggior rilievo introdotte dal Tuf riguardano le regole di comportamento dei soggetti coinvolti nell'operazione e la disciplina dell'Opa obbligatoria (per una discussione dettagliata si veda D'ambrosio, 1998). In particolare, tra le principali novità si ricordano: la fissazione di una

soglia (30%) superata la quale scatta l'obbligo di Opa totalitaria successiva per le sole azioni ordinarie ad un prezzo non inferiore alla media aritmetica tra quello medio ponderato di borsa degli ultimi 12 mesi e quello più elevato pattuito dall'offerente; il capovolgimento del rapporto tra Opa preventiva e successiva, nel senso che solo quest'ultima è obbligatoria e totalitaria, mentre la prima non è più obbligatoria, essendo infatti previsto che il superamento della soglia del 30% non determina l'obbligo di offerta se la partecipazione deriva da un'offerta volta a conseguire la totalità delle azioni ordinarie ovvero (sotto certe condizioni) avente ad oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie; l'abolizione dell'Opa incrementale e obbligo di Opa totalitaria in seguito ad acquisti effettuati da soggetti che già detenevano una partecipazione superiore al 30% senza avere la maggioranza dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria; rilevanza ai fini Opa di taluni casi di acquisto concertato; l'introduzione dell'Opa a cascata, a prescindere dal fatto che la società tramite cui si acquista il controllo sia quotata o meno; la previsione di più deroghe (la legge 149/1992 prevedeva solo la fattispecie del trasferimento infragruppo del controllo, mentre il Tuf fa riferimento tra l'altro alle ipotesi di salvataggio di società in crisi, operazioni di carattere temporaneo, fusioni e scissioni); l'ammissibilità della richiesta di esclusione dalle negoziazioni di azioni ordinarie a seguito di quotazione delle stesse su un altro mercato UE a condizione che sul suddetto mercato viga una disciplina dell'Opa obbligatoria ovvero disposizioni ritenute equivalenti dalla Consob.

## Appendice 2

Di seguito si riportano i risultati ottenuti replicando rispettivamente le stime di cui alle Tavv. 3 e 5 e utilizzando come variabile dipendente il *voting premium* in percentuale del prezzo delle azioni di risparmio.

Tav. 3A

**DETERMINANTI DEL VOTING PREMIUM**  
**IN PERCENTUALE DEL PREZZO DELLE AZIONI DI RISPARMIO**  
 (STIME PANEL SUL CAMPIONE COMPLETO DI SOCIETÀ QUOTATE NEGLI ANNI 1989-2000)

VARIABILE	SPECIFICAZIONI		
	POOLING	EFFETTI FISSI	COEFFICIENTI VARIABILI
COSTANTE	30,107***		39,987***
DIFFERENZIALE DI DIVIDENDO	-0,910***	-0,341**	-0,319
QUOTA DEL 1° AZIONISTA <sup>1</sup>	-0,349***	-0,140***	
PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE HOLDING	1,058***	0,930***	1,309***
GRUPPO	13,879***	15,728***	14,941***
OPA	10,049***	14,276***	10,553***
TUF	1,180	1,927*	5,250***
TUF x QUOTA 1° AZIONISTA	-12,098***	-6,338*	-7,352*
TUF x HOLDING	0,259***	0,034	0,164*
VARIAZIONE MIB	-7,578*	-18,222**	-12,613**
SCAMBI	0,365***	0,310***	0,365***
TASSO BTP10Y	0,034***	0,028***	0,034***
FISCO <sup>2</sup>	6,012***	5,055***	5,896***
N = 748	1,390	3,852***	4,091***
R <sup>2</sup> – AGGIUSTATO (%)	49,11	79,19	76,42

*p-values*: \*\*\* significativo al livello di confidenza dell'1%; \*\* significativo al livello di confidenza del 5%; \* significativo al livello di confidenza del 10%.

<sup>1</sup> Per la specificazione a coefficienti variabili, il coefficiente è stato stimato separatamente per le singole imprese e i valori così ottenuti non sono riportati nella tavola. <sup>2</sup> *Dummy* pari a 1 per gli anni in cui la cedola secca sui dividendi delle azioni di risparmio era pari al 15% (1989-1994) e 0 negli anni in cui la cedola si riduce al 12,5% (1995-2000).



**DETERMINANTI DEL VOTING PREMIUM**  
**IN PERCENTUALE DEL PREZZO DELLE AZIONI DI RISPARMIO**  
(STIME PANEL SUL CAMPIONE DI SOCIETÀ A CONTROLLO STABILE NEGLI ANNI 1989-2000)

VARIABILE	SPECIFICAZIONI		
	POOLING	EFFETTI FISSI	COEFFICIENTI VARIABILI
COSTANTE	57,314***		82,111***
DIFFERENZIALE DI DIVIDENDO	2,350	2,248***	2,124***
QUOTA DEL 1° AZIONISTA <sup>1</sup>	-0,568***	-0,299***	
PESO DELLE RISPARMIO SULLE ORDINARIE	0,428***	-0,007	-0,853***
OPA	3,203	8,237***	10,848***
TUF	-17,597*	-24,380*	-22,218*
TUF x QUOTA 1° AZIONISTA	0,079	-0,084	-0,142
VARIAZIONE MIB	0,163*	0,121	0,102
SCAMBI	0,006	0,018*	0,012
TASSO BTP10Y	2,568	0,660	0,485
FISCO <sup>2</sup>	-10,387*	-3,131	-6,760
N = 131			
R <sup>2</sup> – AGGIUSTATO (%)	71,72	77,35	79,84

*p-values*: \*\*\* significativo al livello di confidenza dell'1%; \*\* significativo al livello di confidenza del 5%; \* significativo al livello di confidenza del 10%.

<sup>1</sup> Per la specificazione a coefficienti variabili, il coefficiente è stato stimato separatamente per le singole imprese e i valori così ottenuti non sono riportati nella tavola. <sup>2</sup> *Dummy* pari a 1 per gli anni in cui la cedola secca sui dividendi delle azioni di risparmio era pari al 15% (1989-1994) e 0 negli anni in cui la cedola si riduce al 12,5% (1995-2000).



ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 32 *Documenti*      *Seminario internazionale in materia di Opa*, Atti del convegno, Palazzo Giustiniani, Roma 29 maggio 1998 (Marzo 1999)
- N. 33 *Studi e Ricerche*      *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance*, di C. Di Noia (Marzo 1999)
- N. 34 *Studi e Ricerche*      *Opzioni sul Mib30: proprietà fondamentali, volatility trading e efficienza del mercato*, di L. Cavallo, P. Mammola e D. Sabatini (Giugno 1999)
- N. 35 *Studi e Ricerche*      *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, di M. Longo e G. Siciliano (Agosto 1999)
- N. 36 *Studi e Ricerche*      *Studi in materia di intermediari non bancari* (Ottobre 1999)
- N. 37 *Studi e Ricerche*      *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti*      *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)
- N. 39 *Studi e Ricerche*      *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, di G. D'Agostino e M. Minenna (Giugno 2000)
- N. 40 *Studi e Ricerche*      *Privatisation of Social Security: Theoretical Issues and Empirical Evidence from Four Countries' Reforms*, di N. Linciano (Agosto 2000)
- N. 41 *Studi e Ricerche*      *Quale governance per le Autorità Indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, di A. Macchiati e A. Magnoni (Settembre 2000)
- N. 42 *Documenti*      *La Consob come Autorità Amministrativa Indipendente*, Camera dei Deputati, Roma 18 novembre 1999; *La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo*, Camera dei Deputati, Roma 7 marzo 2000; *Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee*, Camera dei Deputati, Roma 31 maggio 2000; audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa (Ottobre 2000)
- N. 43 *Studi e Ricerche*      *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)

- N. 44 *Studi e Ricerche*      *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche*      *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche*      *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche*      *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche*      *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)
- N. 49 *Studi e Ricerche*      *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)
- N. 50 *Studi e Ricerche*      *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche*      *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche*      *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo<sub>s</sub> on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche*      *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)

## **LE PUBBLICAZIONI CONSOB**

- **RELAZIONE ANNUALE**  
*Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.*
- **BOLLETTINO QUINDICINALE**  
*Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.*
- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**  
*Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.*
- **RACCOLTA NORMATIVA**  
*Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.*
- **QUADERNI DI FINANZA**  
*Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.*

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) per l'anno 2002 sono i seguenti:

- **RELAZIONE ANNUALE:** € 20,66, estero: € 28,41.
- **BOLLETTINO** (abbonamento 24 numeri quindicinali + le varie *Edizioni Speciali*): € 180,76, estero: € 196,25; singoli numeri: € 9,30, estero: € 10,33.
- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»** (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: € 61,97, estero: € 80,05; via fax: € 98,13, estero: € 129,11.
- **RACCOLTA NORMATIVA:** € 87,80.
- **CD-ROM** contenente gli Albi: € 103,29.
- **QUADERNI DI FINANZA** (abbonamento 6 numeri): € 61,97, estero: € 80,57; singoli numeri: € 12,91, estero: € 15,49.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

*Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:*

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO  
FUNZIONE EDITORIA, Piazza G. Verdi, 10 - 00198 Roma

E-mail: [editoriale@ipzs.it](mailto:editoriale@ipzs.it) - Sito web: [www.ipzs.it](http://www.ipzs.it)

☎ 800-864035 • Fax 06-8508.2520