

Data: 28-02-2006
Testata: IL SOLE 24 ORE
Riferimenti: PRIMA PAGINA

BARRIERE E OFFERTE L'ultima miopia dell'Europa in crisi

Guido *Tabellini*

DI GUIDO **TABELLINI**

La miopia dei politici europei non conosce limiti. Una volta i governi alzavano barriere per evitare che i capitali scappassero all'estero, sperando in questo modo di aumentare gli investimenti interni. Ora si fa l'opposto: le barriere vengono alzate per evitare l'afflusso di capitali stranieri, e si fa a gara per incoraggiare le imprese nazionali a fare "shopping" all'estero. Paradossalmente, ciò avviene proprio quando le imprese europee si sono accorte che la globalizzazione ha cancellato la rilevanza dei confini nazionali. Parigi ferma l'Enel: una scelta protezionista ma miope, certo non piacevole per gli azionisti privati di Suez.

Come deve reagire il nostro Paese a questo rigurgito di nazionalismo in Europa? La domanda è delicata: siamo sotto elezioni, nessun politico può permettersi di essere accusato di trascurare l'interesse nazionale. Se occorre mostrare i muscoli, va benissimo picchiare i pugni sul tavolo per chiedere agli altri Paesi europei di non alzare barriere contro le imprese italiane. Purché l'esibizione muscolare non ci faccia cadere la zappa sui piedi.

I rischi di errore sono particolarmente elevati con riferimento alla legge sull'Opa, peraltro non priva di difetti, come hanno rilevato sia Draghi sia Tremonti. Entro pochi mesi l'Italia deve recepire la direttiva europea. La tentazione di rendere le nostre imprese, e soprattutto le nostre banche, meno contendibili, in nome della reciprocità con gli ordinamenti vigenti in altri Paesi, sarà fortissima. Ma è una tentazione che va resistita, per almeno due ragioni.

La prima, e più ovvia, è che il protezionismo indebolisce chi lo pratica. È vero che oggi le nostre banche sono troppo piccole, e quindi rischiano di essere inghiottite da gruppi stranieri. Ma ciò non è casuale, è il frutto di decenni di protezione e di politiche sbagliate. L'unica molla che può spingere le banche italiane ad aggregarsi tra loro è la minaccia del capitale straniero. Se questa minaccia viene meno, si torna all'immobilismo. Perché mai gli azionisti e gli amministratori delle grandi banche italiane dovrebbero rinunciare a rendite di posizione, o superare i contrasti legati a una fusione, se non c'è più il rischio di essere fagocitati? L'aumento di efficienza che potrebbe scaturire da una fusione non sarebbe certo un motivo sufficiente. La seconda ragione è che la contendibilità delle imprese è utile indipendentemente dalla reciprocità.

Naturalmente è molto meglio se vi è reciprocità e fa bene il Governo italiano a pretenderla a Bruxelles e a Parigi. Ma i benefici della contendibilità non dipendono dal fatto che anche le imprese italiane possano scalare le imprese francesi o tedesche. Chi ci guadagna e chi ci rimette se un gruppo straniero vuole comprarsi un'azienda italiana? La maggioranza degli azionisti della società sotto scalata sicuramente ci guadagna: l'evidenza empirica mostra che gli azionisti guadagnano un rendimento extra in media del 15-30% negli Stati Uniti e in Inghilterra, e del 10% in Europa continentale. È molto meno ovvio che ci guadagnino anche gli azionisti della società acquirente, costretti a pagare un lauto premio: l'evidenza empirica suggerisce che i rendimenti delle scalate sono generalmente bassi e talvolta addirittura negativi. Chi può essere danneggiato da una scalata ostile sono gli altri "stakeholder" dell'impresa che subisce la scalata: i manager, alcuni azionisti che sfruttavano i benefici del controllo, magari i politici con cui l'impresa intratteneva scambi più o meno trasparenti, in alcuni casi i dipendenti o i fornitori o i clienti.

Ciò suggerisce che è fuorviante vedere la questione della legge sull'Opa come un conflitto tra capitale straniero e capitale italiano. Sostanzialmente, le scalate redistribuiscono ricchezza tra gli stakeholder da un lato e gli azionisti che cedono le azioni dall'altro. Ridurre la contendibilità delle imprese italiane favorisce gli stakeholder e danneggia gli azionisti che non sfruttano pienamente il beneficio del controllo.

Se questi sono i termini della questione, la reciprocità con l'ordinamento sulle Opa vigente nel resto d'Europa c'entra ben poco. La questione rilevante è se vogliamo proteggere gli stakeholder delle nostre imprese e in particolare delle nostre banche, a scapito della maggioranza degli azionisti. La risposta a questa domanda è probabilmente negativa. Il nostro sistema bancario non brilla per la sua efficienza. I suoi principali azionisti (le Fondazioni e alcuni gruppi industriali), non sono sempre interessati alla massimizzazione del valore, e non vi sono valide ragioni di interesse generale per tutelare gli stakeholder a scapito dell'efficienza complessiva del sistema.

È davvero importante difendere la proprietà delle nostre imprese soprattutto se l'acquirente straniero persegue obiettivi palesemente diversi dalla massimizzazione del valore. Non pare essere questo il caso nel settore bancario. Potrebbe esserlo nell'energia, dove i campioni nazionali europei sono anche monopolisti pubblici. Ma in questo settore, lo Stato italiano già dispone della golden share e, indipendentemente da questo strumento, potrebbe far valere "alla francese" il suo peso politico in Europa.

Le vere sfide che l'Italia deve affrontare hanno ben poco a che vedere con la nazionalità di alcune nostre banche. Per reggere la concorrenza di Cina, India, Brasile, dobbiamo ristrutturare le imprese meno produttive, eliminare le rendite di posizione, aumentare la capacità di innovazione, trattenere in Italia i nostri giovani più brillanti. Ridurre la contendibilità delle nostre imprese contribuirebbe solo a indebolire le spinte di rinnovamento di cui l'Italia ha un disperato bisogno.

GUIDO **TABELLINI**