

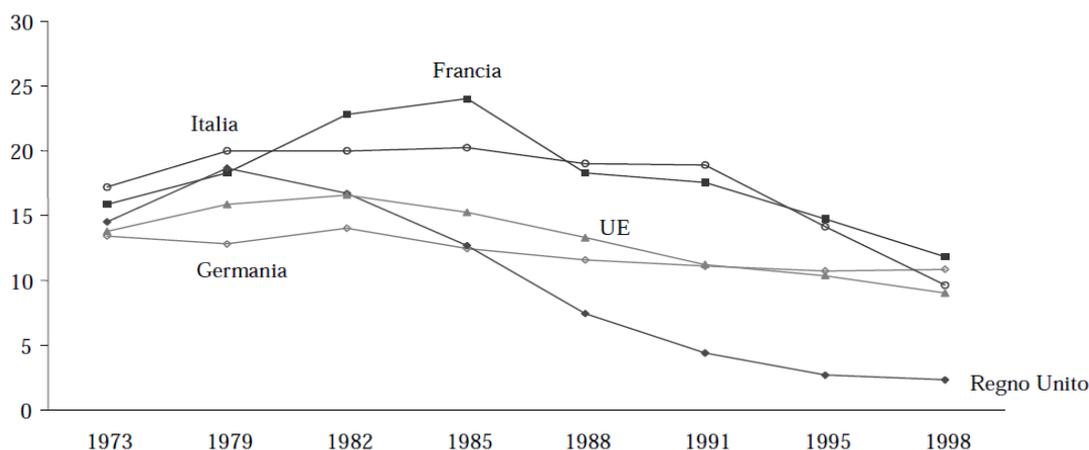
Strategie e Tecniche di privatizzazione

di Roberto Fazioli

roberto.fazioli@unife.it

Dall'approccio organicistico alla lievitazione del Settore Pubblico

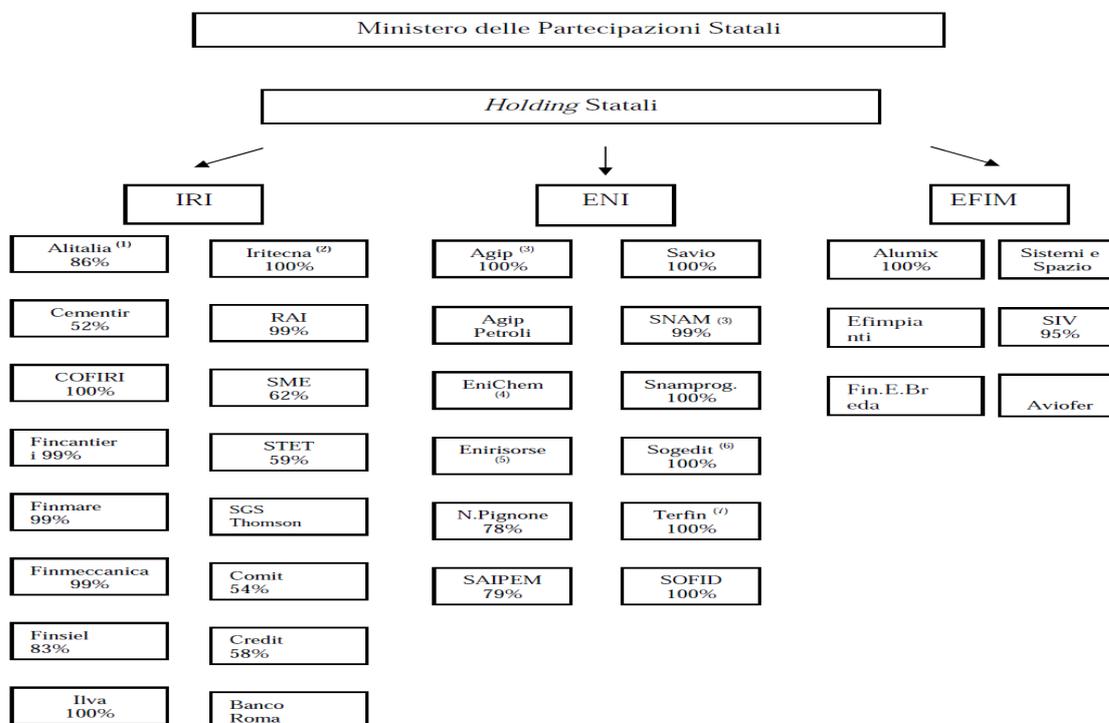
La dimensione del settore delle partecipazioni statali (PS) in Europa



Nota: la dimensione è data dal contributo medio delle società partecipate dallo Stato al valore aggiunto, all'occupazione e alla formazione del capitale fisso

Fonte: CEEF

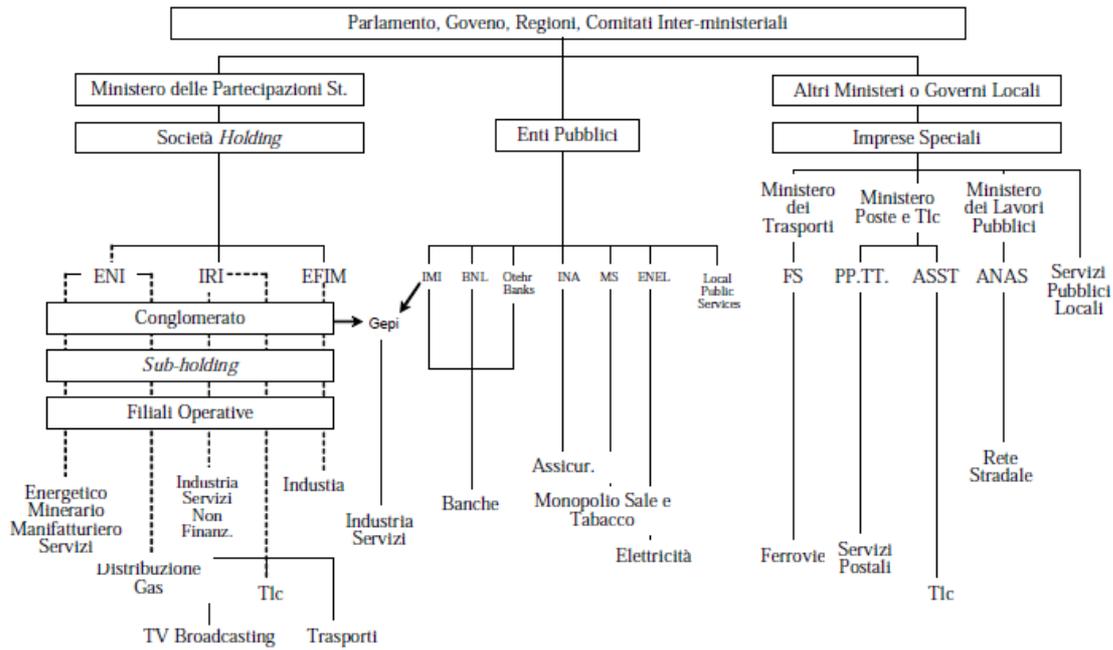
Il Portafoglio di asset azionari del Ministero delle Partecipazioni Statali, 1991



(1) Società controllante a sua volta gli Aeroporti di Roma. (2) Società controllante a sua volta Autostrade e Italimpianti. (3) Società controllanti a loro volta SCI, che possiede il 51% di Alcantara. (4) Società controllante a sua volta Montefibre, EniChem Augusta e Inca Intern. (5) Società controllante a sua volta alcune attività nel settore carbonifero. (6) Società controllante a sua volta Segisa (Casa Editrice) e Nuova Same. (7) Società controllante a sua volta un vasto numero di alberghi e impianti turistici. (8) Società controllante a sua volta Comit e Eurallumina. 9) Società controllante a sua volta Agusta e Breda Costruzioni Ferroviarie.

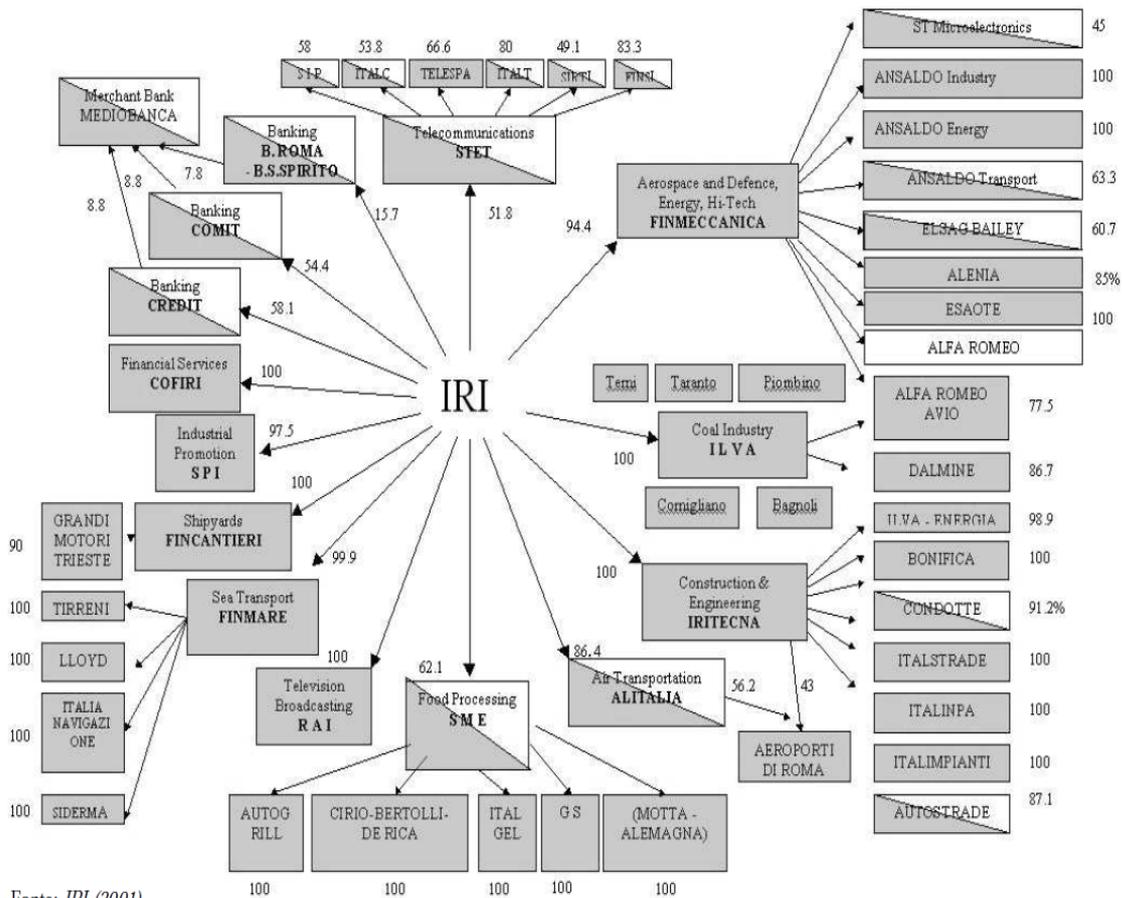
Fonte: IRI (2001)

L'estensione delle strutture di controllo del settore delle Partecipazioni Statali, 1992



Fonte: Goldstein (1996)

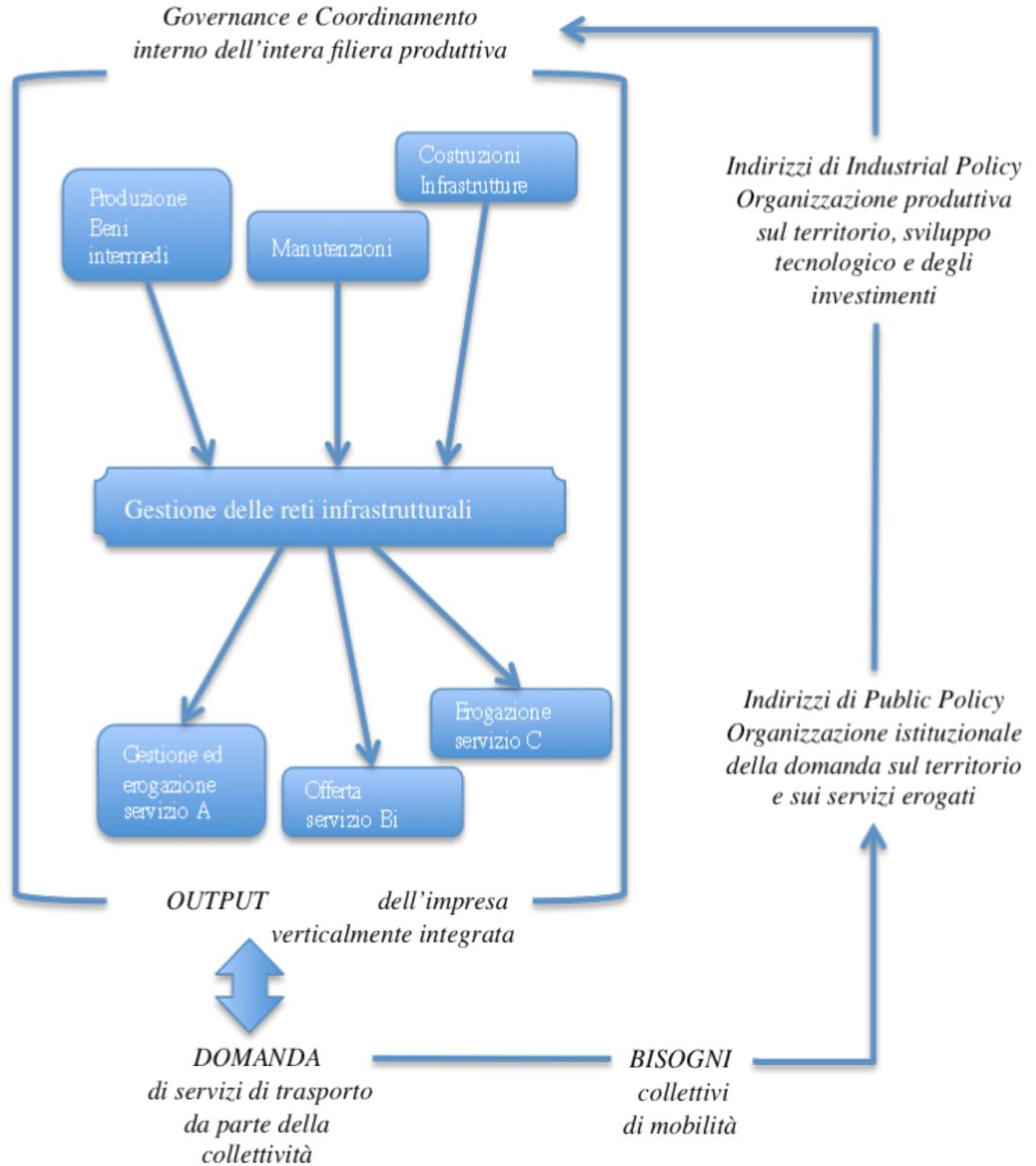
La galassia IRI, 1992



Fonte: IRI (2001)

L'approccio Organicistico nelle Network Utilities

La prevalenza del Modello Verticalmente Integrato nell'impresa (tipicamente di proprietà pubblica esclusiva) delle Network Public Utilities: il caso dell'azienda ferroviaria.



Dalle Partecipazioni Statali all'avvio delle Privatizzazioni

Il **Libro Verde sulle Partecipazioni dello Stato**, pubblicato nel 1992 dalla Direzione Generale del Tesoro - che presentava la situazione dei gruppi pubblici, le loro prospettive e gli elementi di base per un programma di riassetto - può essere considerato un buon punto di partenza per capire quali fossero allora gli intenti del governo nel varare un così ampio programma di ristrutturazione. Il documento fu steso da un comitato di esperti indipendenti incaricati dal Ministero del Tesoro e presentato in prima istanza al Parlamento nel novembre del 1992. Gli obiettivi principali dichiarati erano i seguenti:

- a) potenziare la competitività del sistema produttivo;
- b) promuovere lo sviluppo del mercato finanziario;
- c) incentivare l'internazionalizzazione delle imprese ed incrementare l'integrazione a livello europeo;
- d) quale obiettivo solo formalmente secondario, si pose anche quello di migliorare i conti dello Stato e di arginare il debito pubblico.

Questa ambiziosa agenda doveva essere perseguita attraverso l'attuazione di una strategia in diversi punti:

- 1) l'immediata privatizzazione formale delle maggiori imprese statali. Questo significava trasformare enti pubblici in Società per Azioni (operanti quindi secondo le norme del diritto commerciale) e conferirne contestualmente le azioni al Ministero del Tesoro;
- 2) la soppressione del Ministero delle Partecipazioni Statali e la centralizzazione delle decisioni in materia di privatizzazione nelle mani del Ministero del Tesoro, chiamato, come azionista, ad agire di concerto con l'IRI, che a quel tempo possedeva gran parte delle società da dismettere;
- 3) un'analisi dettagliata dell'intero settore delle partecipazioni dello Stato, con lo scopo di valutare la profittabilità delle imprese e stilare una classifica in base alle *performance*. In particolare, questo processo di valutazione aveva l'obiettivo di separare le imprese più facilmente vendibili sul mercato da quelle che invece necessitavano di profonda ristrutturazione;
- 4) la definizione di regole chiare e trasparenti sull'uso dei proventi derivanti dalle dismissioni statali, che avrebbero dovuto essere preferibilmente stanziati per la riduzione del debito pubblico;
- 5) la definizione di una precisa sequenza temporale nelle vendite, funzionale per il successo del programma di privatizzazione;
- 6) la preferenza (ove possibile) per l'Offerta Pubblica di Vendita (OPV) - sia sul mercato domestico che estero - per diffondere la proprietà azionaria e promuovere la liquidità del mercato;
- 7) la definizione di un chiaro quadro istituzionale basato su un'univoca legge per le privatizzazioni che fornisse le regole, le linee guida e le procedure, limitando in questo modo la discrezionalità e la possibile interferenza politica e che, infine, regolasse i monopoli, le reti industriali ed i mercati.

Attore principale in questo processo era il Ministero del Tesoro, in quanto maggiore azionista di tutte le nuove *holding* create con la privatizzazione formale. Il Tesoro aveva il compito di formulare proposte in tema di privatizzazioni da presentare poi ad un comitato di tre ministeri - lo stesso Tesoro, il Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica e il Ministero dell'Industria - e soggette all'approvazione del Consiglio dei Ministri. Inoltre, nel 1993 fu istituito il Comitato Permanente di Consulenza Globale e di Garanzia per le Privatizzazioni - **Comitato per le Privatizzazioni** - composto da un gruppo di esperti indipendenti, al fine di garantire la maggiore trasparenza per ogni singola operazione di dismissione. In ogni caso, era comunque il Tesoro ad avere il ruolo chiave all'interno dell'intero processo, mediando tra gli interessi delle società *holding* e il management delle partecipate.

Il processo di privatizzazione nel **Regno Unito** fu implementato su un periodo di tre legislature consecutive del Partito Conservatore (dal 1979 al 1991), con il fine ultimo di de-nazionalizzare l'economia inglese, limitare il potere del sindacato e incentivare il capitalismo popolare. Il Regno Unito perseguì l'obiettivo dell'incremento di valore ed efficienza del mercato finanziario anche attraverso la vendita di imprese statali sul mercato azionario sempre ad un prezzo molto inferiore al *fair value*. Nel Regno Unito tutte le più importanti decisioni vengono prese dal MF, di concerto con il cosiddetto Ministro sponsor (*sponsoring minister*) che varia a seconda della società che in quel momento si vuole dismettere. Diversamente dall'Italia e dalla Francia, il governo inglese esercita un vasto potere discrezionale in materia di privatizzazioni poiché non esiste una particolare legislazione che ne limiti le funzioni.

Le privatizzazioni in **Francia** si svilupparono grazie ad una politica di partito, con le grandi ondate di dismissioni associate alla presenza di governi di centro-destra alla guida del paese. C'è da aggiungere che i governi francesi hanno spesso avuto in quegli anni vita breve e, conseguentemente, anche le privatizzazioni

hanno subito rallentamenti soprattutto in presenza di governi di sinistra che talvolta hanno addirittura ri-nazionalizzato le imprese precedentemente dismesse. Nonostante queste profonde differenze, le strategie di privatizzazione nel Regno Unito e in Francia avevano anch'esse un obiettivo comune a quello italiano: lo sviluppo del mercato finanziario. La Francia intraprese più o meno lo stesso percorso, spesso optando per la quotazione associata ad una vendita diretta (oscillante tra il 20 e il 30% del capitale sociale) ad un gruppo di investitori strategici, generalmente domestici (il cosiddetto *noyau dur* – nocciolo duro). In Francia, il Ministero delle Finanze ha un ruolo di supervisione e coordinamento delle operazioni di vendita, coadiuvato da una Commissione per le Privatizzazioni istituita per legge e composta da esperti indipendenti. A differenza del Comitato per le Privatizzazioni italiano, la Commissione francese non ha un ruolo di consulenza, ma ha soltanto il compito di selezionare i consulenti e formulare proposte vincolanti sul prezzo minimo di vendita del bene.

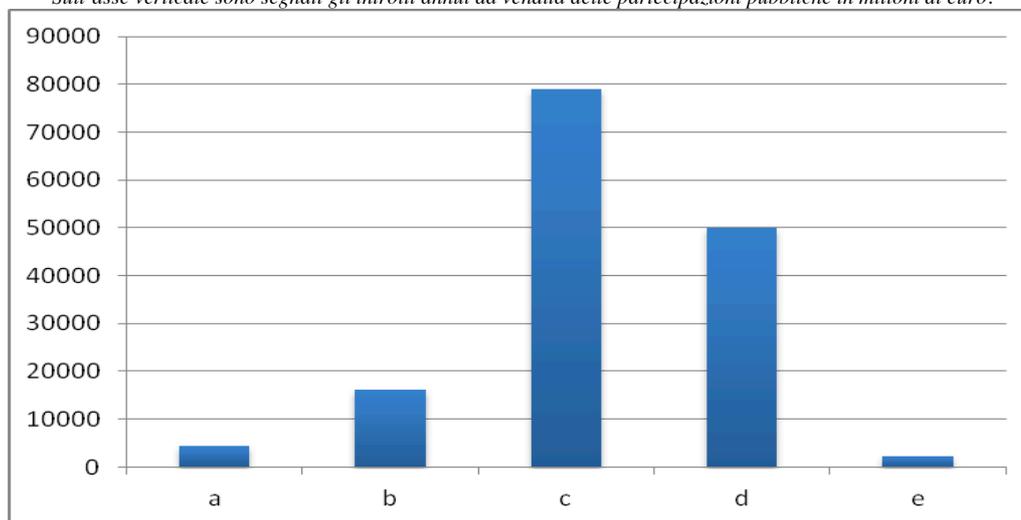
Le fasi del processo di privatizzazione

Nella sua interezza, il processo di privatizzazione è iniziato in Italia prima ancora che ne fosse definita la strategia nei termini prima indicati. Al 2007, le privatizzazioni italiane si collocavano al secondo ed al quinto posto a livello globale, rispettivamente in termini di proventi e di numero di transazioni. Per quanto riguarda i proventi aggregati, sopravanza l'Italia solo il Giappone che ha raccolto la maggior parte degli introiti attraverso poche operazioni di grandi dimensioni effettuate a metà degli anni Ottanta durante un periodo di mercato molto favorevole. Tenendo conto della dimensione del paese, i dati riguardanti i proventi in percentuale del PIL mostrano ancora che l'Italia occupa una posizione di preminenza. Il processo di privatizzazione italiano può essere suddiviso in cinque fasi:

- a) lo stadio **preliminare**, che abbraccia gli anni Ottanta fino al 1991;
- b) lo stadio di **lancio**, dal 1992 al 1995;
- c) la fase di **accelerazione**, dal 1996 al 2000, durante la quale sono avvenute le transazioni maggiori;
- d) lo stadio di **consolidamento**, cominciato dopo la crisi mondiale del 2001 ed arrivato fino al 2005;
- e) la fase attuale, di **attenuazione** e di incertezza, in cui l'unica grande privatizzazione è stata la vendita, nel 2008, di alcuni *asset* della compagnia aerea Alitalia alla società CAI appositamente costituita.

Le privatizzazioni in Italia. Controvalori per fasi dal 1985 al 2008.

Sull'asse verticale sono segnati gli introiti annui da vendita delle partecipazioni pubbliche in milioni di euro.



A - Lo stadio preliminare (1980-1991)

Dalla fine degli anni Settanta, la posizione finanziaria del gruppo IRI cominciò a deteriorarsi. L'eccessiva crescita degli investimenti, le limitate capacità di auto-finanziamento e la crisi strutturale di interi settori come quello dell'acciaio e delle costruzioni, associati a perdite significative in molte altre aree di business, fecero lievitare il debito del gruppo a livelli insostenibili. La produttività e l'efficienza del gruppo peggiorarono poi durante tutti gli anni Ottanta, quando finalmente fu avviato un primo tentativo di riorganizzazione. La vendita di cespiti è sempre stata una pratica diffusa all'IRI ed ha contribuito negli anni a determinare una frontiera mobile del settore delle PS. Tuttavia, solo alla fine degli anni Ottanta il processo di privatizzazione cominciò

ad essere considerato come una possibile soluzione al problema dell'indebitamento e della scarsa performance delle società in portafoglio. Le più importanti privatizzazioni registrate in questo periodo sono le vendite parziali nel settore delle telecomunicazioni (Sirti e STET), la vendita di una quota di Alitalia (la compagnia aerea di bandiera) e della Banca Commerciale Italiana (BCI); tutte transazioni completate nel 1985 attraverso offerte pubbliche di vendita. Le privatizzazioni sono poi proseguite durante tutti gli anni successivi fino ai primi anni Novanta con la vendita di quote in diverse società del settore bancario e alimentare. Complessivamente, la dismissione di tutte queste società permise all'IRI di raccogliere l'equivalente di circa 4 miliardi di euro. Anche se fu rilevante dal punto di vista economico soprattutto per un parziale risanamento del gruppo IRI, questa fase non si caratterizzò per una strategia di lungo periodo.

B - Il lancio (1992-1995)

I tempi erano maturi per un cambio di marcia. Il *primum movens* del grande programma di privatizzazione su larga scala è stata la promulgazione nell'agosto del 1992 della Legge 359 che imponeva la trasformazione in società per azioni dei conglomerati pubblici e l'immediato trasferimento di tutte le azioni al Tesoro. Negli anni successivi, il governo lanciò un ambizioso programma di vendite a partire dal settore bancario e assicurativo. Le tre banche di interesse nazionale (Credito Italiano, BCI, BNL) e l'INA (Istituto Nazionale delle Assicurazioni) furono quotate sulla Borsa di Milano attraverso una serie di collocamenti. Allo stesso tempo, l'IRI disinvestì tutte le sue partecipazioni nel settore alimentare attraverso vendite dirette a privati da parte della società controllante, la SME (Società Meridionale di Elettricità), e riavviò inoltre la privatizzazione della STET. Durante la prima ondata di vendite, il governo emanò la legge quadro sulle privatizzazioni (L. 474 del 1994) che stabiliva i principi generali e le procedure, esplicitando la preferenza per le OPV rispetto alle vendite dirette a privati, metodo da utilizzare solo in maniera residuale. La nuova legislazione e il successo delle prime operazioni resero possibile la realizzazione della più grande operazione di questo periodo, la quotazione iniziale dell'ENI alla fine del 1995. Dal 1992 in avanti, la società statale fu profondamente ristrutturata e trasformata da *holding* (a capo di un conglomerato di diverse società appartenenti a più settori) a società operante esclusivamente nel *core business* degli idrocarburi. Il collocamento fu accolto bene dai piccoli risparmiatori e lo Stato riuscì a raccogliere 3,2 miliardi di euro sia sul mercato domestico che estero. Un'altra importante innovazione dal punto di vista istituzionale risalente al 1995 fu rappresentata dalla legge (a lungo dibattuta) che istituiva l'autorità di regolazione nel settore delle *public utilities*, prodromica alla privatizzazione dei monopoli naturali al periodo successivo.

C - L'accelerazione (1996-2000)

Durante il periodo 1996-2000, il processo di privatizzazione italiano, come quello di molti altri paesi, raggiunse il suo picco massimo. I proventi derivanti dalle vendite raggiunsero un ammontare ragguardevole, pari a 80 miliardi di euro, corrispondenti a circa i due terzi dei ricavi complessivi da privatizzazione del Paese. Sicuramente le condizioni favorevoli di mercato facilitarono la cessione di ampie quote azionarie negli ex monopoli pubblici. Le privatizzazioni delle società monopoliste arrivarono dopo un sostanziale processo di riforma attuato negli anni immediatamente precedenti che aveva permesso di regolamentare e liberalizzare i settori non competitivi in ottemperanza alle direttive europee. Quasi tutte le più grandi *utilities* nelle mani del Ministero del Tesoro durante questo periodo furono oggetto di almeno una grande operazione. La privatizzazione dell'ENI progredì, con una sequenza di tre OPV che portarono nelle casse dello Stato circa 18 miliardi di euro. Nell'ottobre del 1997, dopo un lungo processo di riorganizzazione delle imprese pubbliche nel settore delle telecomunicazioni, si realizzò la fusione della società STET del gruppo IRI e Telecom Italia (TI) e la NewCo fu successivamente privatizzata attraverso un'OPV che coinvolse più di due milioni di investitori, raccogliendo 11,9 miliardi di euro. Nel 1997 e 1998, riprende la privatizzazione del settore dei trasporti. Avviata nel 1995 con la vendita parziale di Aeroporti di Roma (ADR) ad un gruppo di "investitori strategici", proseguì con un consistente aumento di capitale ed una contestuale offerta secondaria di Alitalia e di un'ulteriore tranche di ADR. Negli stessi anni, anche la privatizzazione del settore bancario ha continuato il percorso cominciato nei primi anni Novanta. Furono vendute ulteriori partecipazioni nella Banca di Roma (anch'essa parte del gruppo IRI), nell'Istituto Mobiliare Italiano, in BNL e nella Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS), in linea con l'obiettivo di dismettere *in toto* il settore bancario. La più importante privatizzazione durante questa ondata è stata però la quotazione in borsa di ENEL, ancor oggi una delle più grandi OPV (16 miliardi di euro) della storia, non solo italiana, ma a livello globale. Anche se principalmente destinata ai piccoli risparmiatori italiani, l'offerta fu accolta bene all'estero, grazie alla scelta del *dual listing* al NYSE. In quell'anno, il 1999, il Paese si posizionò al primo posto della classifica mondiale per ricavi totali da privatizzazioni, non solo grazie a ENEL, ma anche alla vendita di Autostrade, attraverso una transazione che combinava sia la vendita di una quota ad un investitore strategico che l'OPV. Grazie a questi risultati, l'Italia nel 1999 raccolse più del 15% dei proventi globali. Lo scoppio della bolla IT è certamente responsabile del crollo delle vendite che si registrò l'anno successivo. I proventi scesero a 8 miliardi di dollari, soltanto un 30% di quanto raccolto nell'anno precedente; un risultato quasi totalmente attribuibile alla quotazione della società Finmeccanica operante nel settore aerospaziale e della difesa. E' la situazione che si verifica quando un titolo è registrato per la negoziazione in più di un mercato borsistico, allo scopo di

accrescerne la liquidità.

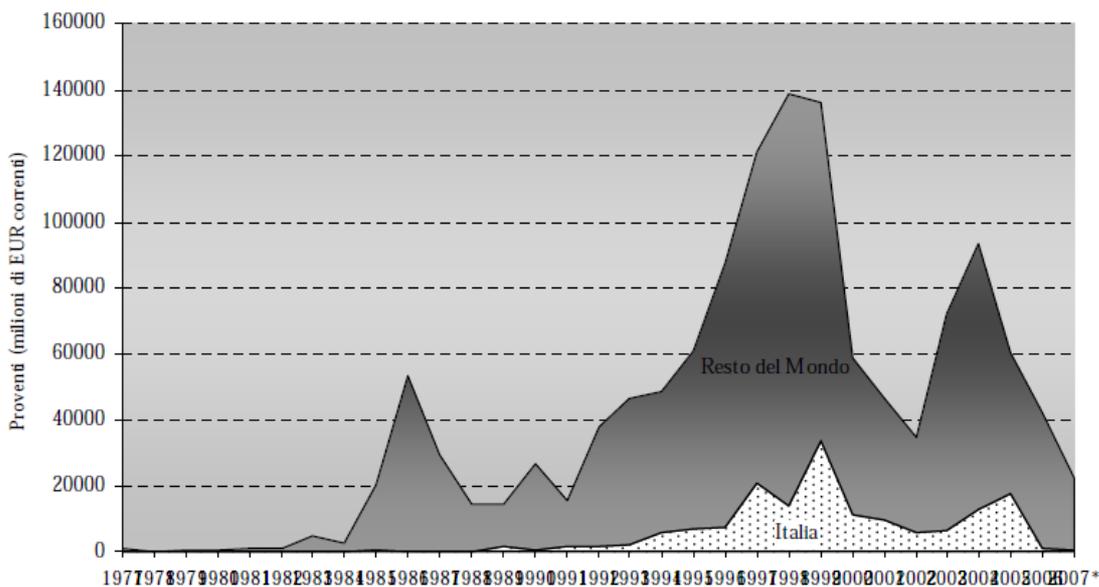
D. Il consolidamento (2001-2005)

Questo stadio del processo di privatizzazione presenta due caratteristiche importanti:

- 1) ha una dimensione più ridotta se paragonato al periodo precedente;
- 2) è caratterizzato da vendite per lo più dirette ad investitori strategici.

Questi nuovi aspetti del processo di privatizzazione sono ovviamente correlati e determinati dal cambiamento delle condizioni di mercato che inevitabilmente hanno rallentato il processo di vendita di *asset* pubblici a livello globale. I governi, come qualsiasi altro emittente, sono restii a cedere azioni nei periodi di mercati depressi.

Proventi da Privatizzazioni in Italia e Nel Mondo (1977 - 2007*)



Proventi (milioni di EUR correnti)

* I dati del 2007 si riferiscono al I semestre dell'anno

Fonte: MEF e Privatization Barometer

Poichè cedere azioni di società parzialmente privatizzate ad un prezzo inferiore al valore di quotazione iniziale (spesso stabilito molti anni prima) porterebbe i governi a evidenziare una perdita in conto capitale, il governo italiano, come altri governi in Europa, fu portato a preferire la vendita diretta ad investitori strategici, piuttosto piuttosto che affrontare il rischio di *flop* dell'IPO nella Borsa o preferire, comunque, investitori istituzionali. Tra le maggiori privatizzazioni compiute in questo periodo di consolidamento, vi sono alcune operazioni di rilievo nel settore elettrico. Ai sensi della nuova regolamentazione del settore emanata nel 1999, il monopolio di Stato dovette ridurre la sua quota di mercato ad un livello non superiore al 50%. L'ENEL realizzò lo *spin-off* di tre generatori (Genco), che furono parzialmente acquistati da tre delle maggiori compagnie elettriche europee, quali Electricité de France (EDF), Endesa, e Electrabel. A luglio del 2003, lo Stato procedette alla vendita del monopolio del tabacco, l'ETI (Ente Tabacchi Italiano), attraverso una gara che vide vincente la British American Tobacco, con un'offerta di ben 2,3 miliardi di euro, significativamente superiore alla stima degli *advisors*.

Per quel che riguarda invece le offerte pubbliche, il governo decise di optare per la cosiddetta **accelerated bookbuilding offer (ABO)** nel dicembre del 2002 quando decise di dismettere la sua quota di partecipazione residua in Telecom Italia, scegliendo inoltre di allocare le proprie azioni principalmente presso investitori istituzionali esteri. Questa privatizzazione fu poi seguita nell'ottobre del 2003 da un *bought deal* (una vendita di un blocco di azioni a un gruppo ristretto di investitori istituzionali) sul 6,6% del capitale di ENEL. Nel dicembre del 2003 il MEF trasferì alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP), trasformata in società per azioni a fine 2003, partecipazioni significative in Eni. In proposito va tuttavia ricordato che il personale in esubero venne trasferito all'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato (AAMS).

L'*Accelerated Bookbuilding Offer* è, invece, una tecnica per la vendita di azioni agli investitori istituzionali che si conclude in tempi brevissimi in quanto non richiede la predisposizione di prospetti informativi. La

banca incaricata dell'operazione, dopo avere effettuato un rapido *pre-marketing* per verificare che esistano le condizioni per effettuare il collocamento, lancia l'operazione, raccoglie rapidamente gli ordini e sulla base di questi propone un prezzo al venditore. La raccolta degli ordini avviene in genere entro pochi giorni ed il momento di conclusione dell'offerta è comunque flessibile per meglio sfruttare l'andamento del mercato.

La principale criticità di questa struttura consiste nel potenziale impatto negativo sul prezzo del titolo al lancio dell'operazione, effetto tipico di tutte le operazioni a mercato aperto. Il venditore, infatti, rimane esposto al rischio di mercato per tutta la durata del *bookbuilding*, diversamente da quanto avviene nella tecnica alternativa del **Marketed Block Trade (MBT)**, dove la banca incaricata acquista i titoli ad un prezzo fisso che incorpora uno sconto in genere rilevante, in quanto la stessa banca si accolla il rischio della rivendita.

Rispetto al MBT, l'ABO migliora il profilo di trasparenza dell'operazione ed anche le condizioni economiche poiché lo sconto è generalmente minore. Il venditore rimane infatti coinvolto nel processo di allocazione dei titoli agli investitori istituzionali e, grazie alla opzione *greenshoe*, le banche hanno la possibilità di stabilizzare il corso del titolo nell'*aftermarket*. Inoltre, pur non garantendo un collocamento certo ad un prezzo prefissato, l'ABO consente al venditore maggiore flessibilità: la cessione del blocco è perfezionata solo se il prezzo è accettabile ed esiste anche l'opzione di effettuare un collocamento parziale. È importante, ma può risultare rischioso, che il venditore informi la banca del prezzo minimo ritenuto accettabile, anche se l'obiettivo è un prezzo più alto (a tal fine è frequente l'uso di commissioni che includono incentivi). Una cancellazione dell'operazione susciterebbe infatti perplessità nel mercato (specie da parte degli investitori che avessero collocato ordini) e amplificherebbe la percezione di *overhang*.

Nel 2004, furono realizzate alcune operazioni di secondo livello, cioè dismissioni promosse da società partecipate dal MEF. Tra queste, l'OPV del 9,5% di SNAM Rete Gas (per un controvalore di quasi 640 milioni di euro), e l'IPO di Terna, la società che possiede la rete di distribuzione elettrica, società partecipate rispettivamente da ENI e da ENEL. Nell'ottobre 2004 il MEF ha completato l'Offerta Globale di circa il 20% del capitale di ENEL, la terza tranche della compagnia elettrica ad essere collocata sul mercato. Il collocamento – composto da un'offerta pubblica e un'offerta a investitori istituzionali nazionali e internazionali – ha generato proventi per circa 7,7 miliardi di euro, rappresentando la più grande operazione realizzata in Europa negli ultimi cinque anni.

Nel 2005 si segnala l'ulteriore vendita di circa il 14% del capitale di Terna da parte di ENEL tramite un'offerta istituzionale accelerata. In precedenza, una quota pari a circa il 30% del capitale della stessa società era stata trasferita alla Cassa Depositi e Prestiti. Infine, nel luglio dello stesso anno è stata conclusa l'offerta pubblica della quarta tranche di ENEL: il 9,3% del capitale è stato venduto, con proventi per oltre 4 miliardi di euro. La maggiore operazione europea del secondo semestre 2005 è stata la vendita da parte di ENEL della sua controllata Wind, l'operatore di telefonia mobile, al gruppo egiziano *Weather Investments* per un valore complessivo di 12 miliardi di euro.

E - Il Declino (2006-2008)

Il 2006 segna due cambi di governo e un arresto del processo di privatizzazione. L'unica operazione significativa è la quotazione di Ansaldo-STS, una partecipata di Finmeccanica, che ha venduto sul mercato circa il 52% delle azioni della sua controllata per un ammontare di quasi 400 milioni di euro. L'Italia si può definire il grande assente di questo periodo, dopo il trascorso da protagonista e promotore. Tuttavia, non è solo l'Italia a rallentare, ma è in generale l'Europa che nel 2006 registra una brusca frenata, in termini sia di operazioni concluse (solo 62 operazioni) che di proventi raccolti (controvalore di 41 miliardi di euro). Si tratta di un dato non trascurabile, ma sicuramente inferiore al record storico registrato nel 2005, con proventi pari a circa 67 miliardi di euro. Protagonisti indiscussi degli ultimi anni sono invece i paesi emergenti: con la quotazione di *Industrial and Commercial Bank of China*, la Cina ha portato a termine la più grande OPV della storia delle privatizzazioni. La Cina ha continuato il processo di dismissione anche nel 2007 con grandi emissioni azionarie. Un aspetto abbastanza significativo da evidenziare al riguardo è che per la prima volta un paese extra-comunitario supera i proventi raccolti dall'intera Unione Europea. La Cina, infatti, ha totalizzato nel 2007 ricavi da privatizzazioni per un ammontare pari a circa 41 miliardi di euro, contro i 39 miliardi di euro raccolti da tutti i paesi membri dell'UE.

Gli sforzi dei governi italiani in questi anni, e soprattutto nel 2008, si sono concentrati su un'unica operazione, la vendita di Alitalia, una privatizzazione controversa, e di fatto non ancora conclusa, avendo la cessione riguardato i soli *asset*, mentre è rimasta in vita, e nel controllo del Tesoro, la vecchia società in liquidazione.

F - La fase attuale: le operazioni mirate ed il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti

Nonostante l'ampio processo di privatizzazione dal quale sono state interessate, ad oggi le partecipazioni dirette e indirette dell'Amministrazione Centrale hanno ancora un peso notevole, anche per effetto della creazione di nuovi organismi e della intervenuta pubblicizzazione di soggetti privati (Sogei, concessionari della riscossione acquisiti da Equitalia). Limitandoci alle società quotate, il controvalore di queste

partecipazioni ammonta a circa 80 miliardi di euro, che pone l'Italia al terzo posto nella classifica dei paesi EU25.

Dall'esame degli ultimi DPEF, emerge che la politica attuale delle privatizzazioni sia qualificabile come di incertezza e di stasi. Il processo di privatizzazione si è interrotto per un triplice ordine di fattori:

- I. la quota di partecipazione nelle società quotate controllate direttamente dallo Stato (ENI, ENEL e Finmeccanica) è ormai ridotta al 30%, per cui eventuali ulteriori cessioni di pacchetti azionari potrebbero comportare la perdita del controllo in settori strategici, quali l'energia elettrica e il gas ed il militare/alta tecnologia;
- II. il portafoglio residuo dello Stato si caratterizza per il controllo di aziende che, per entità, tipologia del business, peculiarità normative, o per problemi di natura economico/finanziaria, non risultano tali da poter essere oggetto di privatizzazione, o che, pur presentandosi con potenziale attrattiva per il mercato, sono tuttora bisognevoli di ristrutturazione o dell'individuazione di un quadro regolamentare certo prima del collocamento in un'orbita privata;
- III. la crisi economico-finanziaria tuttora in atto indotta dalle forti turbolenze degli scorsi mesi nel mercato finanziario globale rende, se non del tutto non percorribile, in ogni caso complessa e problematica, e quindi poco conveniente, la ripresa di operazioni di collocamento o di cessione di partecipazioni rilevanti. Nello stesso tempo, però, si riafferma, a dispetto delle sfavorevoli condizioni macro-economiche, l'intento di perseguire la strategia delle privatizzazioni come uno strumento che può ancora contribuire alla riduzione del debito, anche se, ovviamente, in misura molto minore di quanto sia stato possibile nel corso degli anni Novanta. Ciò, peraltro, non toglie che non possano essere attuate operazioni mirate di dismissione, finalizzate a risolvere problemi di politica industriale, più che di politica di bilancio.

I piani recenti di privatizzazioni ulteriori riguardano:

- 1) il completamento della privatizzazione di Alitalia¹;
- 2) la privatizzazione di Poste Italiane S.p.A.;
- 3) la privatizzazione dell'Istituto Poligrafico dello Stato;
- 4) l'apertura ai privati del capitale della SACE;
- 5) l'obiettivo della privatizzazione a breve di Tirrenia, in linea con il DPCM del marzo scorso che ha disposto la totale cessione del capitale della Società e delle società regionali dalla stessa controllate²;
- 6) la privatizzazione di Fincantieri, che a breve verrà ricapitalizzata dalla controllante Fintecna;
- 7) un potenziale smobilizzo, a breve termine, delle partecipazioni pubbliche nelle società quotate in Borsa (ENEL, ENI e Finmeccanica) – anche se si intende mantenere la quota di controllo, al fine di presidiare settori strategici per il Paese.

In particolare per l'ENEL la strategicità del mantenimento di una quota pubblica è stata ribadita anche in occasione della cessione da parte del Tesoro alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) dei diritti di opzione connessi all'aumento di capitale di 8 miliardi realizzato dalla Società, operazione che ha comportato un incasso per il MEF di circa 650 milioni. Della suddetta esigenza si terrà conto nella valutazione delle opzioni più adeguate per realizzare, entro luglio 2010, la cessione da parte di CDP dell'intera partecipazione detenuta in ENEL, in ottemperanza a quanto disposto dall'Autorità Garante per la concorrenza e il mercato. Il mantenimento nella sfera pubblica della partecipazione del 17,36% del capitale di ENEL da parte di CDP equivarrebbe formalmente ad una ripubblicizzazione per un importo di circa 5,7 miliardi ai valori di bilancio al 30 giugno 2009. Al 30 giugno 2009 il valore di bilancio della partecipazione in ENEL di CDP era, infatti, pari a poco più di 5.665 milioni, con un costo di circa 6.315 milioni, con una variazione di *fair value* di circa - 650 milioni. Al 31 dicembre 2008 il valore di bilancio della stessa partecipazione era di circa 2.838 milioni,

¹ Anche se, come si è detto, il processo non si è, in realtà, del tutto concluso, essendo tuttora in liquidazione la *bad company*, con il suo carico, non compiutamente quantificato, di oneri e di debiti non trasferiti alla nuova Società privata

² In relazione alla Tirrenia, il DPCM del 13 marzo 2009¹⁵ ha stabilito che l'alienazione della partecipazione detenuta indirettamente dal MEF (Fintecna) - comprensiva delle partecipazioni totalitarie detenute dalla stessa nelle società marittime regionali - venga effettuata mediante ricorso a procedura competitiva, trasparente e non discriminatoria, con potenziali acquirenti a norma della legge n. 474/1994. La procedura deve avere ad oggetto la totalità del capitale di Tirrenia e il venditore deve verificare, anche mediante i propri consulenti, che i piani industriali che verranno richiesti ai potenziali acquirenti risultino coerenti con le convenzioni di servizio pubblico di cui alla legge n. 296/2006. Con riferimento a questa previsione, l'operazione di privatizzazione del Gruppo Tirrenia sta procedendo, pur dovendosi rilevare una parziale variazione rispetto al percorso inizialmente previsto. Infatti, le Regioni interessate all'operazione, hanno, in gran parte, manifestato interesse a rilevare a titolo gratuito le società regionali del Gruppo di rispettiva competenza, per poi procedere autonomamente alla successiva privatizzazione.

ad un costo di 3.156 milioni, con una diminuzione di *fair value* di poco più di 318 milioni. In ottemperanza alla ricordata decisione dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, CDP dovrà tuttavia sottoporre al proprio CdA, entro il primo semestre 2010, una proposta di dismissione dell’intera quota partecipativa detenuta in ENEL, sulla base degli indirizzi che il MEF andrà a formulare. In questo contesto il problema più difficile che lo stesso MEF dovrà risolvere è quello di rinvenire la copertura finanziaria necessaria per riacquistare l’accresciuta complessiva partecipazione azionaria di CDP in ENEL, avendo, come si è visto, anche il Dpef 2010-2013 appena ribadito – per ENEL, così come per ENI e Finmeccanica – l’intenzione di “mantenere l’attuale quota di controllo al fine di presidiare settori strategici per il Paese”, pur nel contempo confermando anche la volontà di ottemperare alla decisione dell’Autorità Garante della Concorrenza. Nel documento, infatti, si indica esplicitamente che l’esigenza del mantenimento della quota pubblica sarà perseguita nella valutazione delle opzioni più adeguate per realizzare la cessione entro luglio 2010 da parte della CDP dell’intera partecipazione detenuta in ENEL, in ottemperanza a quanto disposto dall’Autorità Antitrust³. La vicenda richiama l’attenzione anche sull’evoluzione della missione imprenditoriale di CDP dopo la sua trasformazione in S.p.A. disposta dal D.L. 269/2003, nell’auspicato modello dell’*investment bank*.

Le dismissioni come obiettivo di finanza pubblica

Uno dei più enfatizzati obiettivi che hanno guidato le strategie di privatizzazione nel mondo concerne la possibilità di utilizzare gli introiti delle dismissioni nel processo di aggiustamento dei conti pubblici, di stabilizzazione e risanamento del debito pubblico. Gli obiettivi di finanza pubblica possono naturalmente entrare in contrasto con altri obiettivi del piano di privatizzazione, quali, ad esempio, la diffusione del capitalismo popolare per promuovere lo sviluppo del mercato finanziario e la cultura dell’investimento azionario, come vedremo più avanti. Purtroppo, una valutazione complessiva degli effetti del programma italiano di privatizzazione sul benessere del contribuente dovrebbe infatti considerare l’evoluzione del patrimonio netto dello Stato a seguito delle dismissioni, valutando il contributo delle operazioni in termini di riduzione dello stock di debito e il conseguente risparmio in conto interessi, oltre al loro effetto sulle voci patrimoniali dell’attivo.

In ogni caso, l’**obiettivo politico di finanza pubblica** è stato tanto evidenziato dalla vulgata giornalistica e dalle discussioni politico-populistiche quanto poco consistente sul piano reale, specie in una corretta prospettiva che vada al di là del breve periodo.

Nel conto patrimoniale del settore pubblico e piano di valorizzazione del patrimonio realizzato nel 2005 dal Dipartimento del Tesoro e da “Patrimonio dello Stato SpA” è contenuto un esame metodologicamente rigoroso degli effetti delle privatizzazioni di attività patrimoniali sul debito pubblico. La formula con la quale viene rappresentata l’evoluzione del debito è la seguente:

$$\Delta b_t = [(i_t - n_t)/(1 + n_t)] b_{t-1} + d_t + res_t$$

in cui i_t rappresenta l’onere medio del debito pubblico all’anno t , n_t il tasso di crescita nominale del PIL e b_t il rapporto tra il debito e PIL ($\Delta b_t = b_t - b_{t-1}$), d_t l’avanzo primario di parte corrente e res_t componente residuale composta dalle operazioni che lasciano invariato il fabbisogno, ma aumentano o diminuiscono lo stock di debito pubblico, proprio come nel caso delle dismissioni o privatizzazioni. Dalla stessa formula risulta che la variazione del debito nel tempo ha, quindi, tre determinanti:

- 1) la variazione del servizio del debito, determinata dallo scarto tra onere medio del debito e tasso di crescita del PIL;
- 2) il peso dell’indebitamento netto primario (o avanzo primario) su PIL;
- 3) una componente residuale che include gli introiti da privatizzazione.

³ Se si escludono, come sembra fare l’ultimo Dpef, sia l’ipotesi di una nuova e diversa pronuncia dell’Antitrust o di nuove proroghe, sia quella della cessione da parte di CDP della partecipazione in TERNA S.p.a. (che contrasterebbe con un’ottica di razionale politica industriale), in luogo di quella in ENEL, il problema – sicuramente non facile – da risolvere per il Tesoro sarà quello di trovare il finanziamento per il riacquisto della partecipazione di CDP in ENEL, il cui valore di mercato al 30 giugno scorso era pari, come si è visto, a circa 5,7 miliardi. A tal proposito, si potrebbe ritenere che al riacquisto della partecipazione in ENEL possa essere finalizzata la possibilità – prevista dal Dpef 2010-2013 – di cessione di quote di partecipazione in Poste Italiane e del capitale dell’Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, nonché di apertura ai privati del capitale di SACE insieme con la quale, peraltro, CDP dovrà ora costituire un sistema di *export bank* a supporto del processo di internazionalizzazione delle nostre imprese. Per completezza di trattazione va evidenziato che fra le ipotesi considerate ci sarebbe anche quella della distribuzione da parte di CDP di un dividendo straordinario pagato al Tesoro con il trasferimento delle azioni ENEL. Ciò che non è stato considerato nel dibattito che si è finora svolto sull’argomento è la circostanza che una quota del 30% delle azioni ENEL detenute da CDP – corrispondente alla partecipazione delle Fondazioni nel capitale CDP – andrebbe in realtà considerata come già formalmente privatizzata. Ignorare questo aspetto implica in realtà il convincimento inespresso che, a dispetto delle pronunce della Corte Costituzionale, la natura delle Fondazioni bancarie non sia davvero privatistica.

La componente residuale, riguardando le dismissioni patrimoniali, contribuisce ovviamente alla riduzione dello stock del debito pubblico, per quanto in piccola misura rispetto all'entità raggiunta dallo stock del debito attuale.

In seguito ai processi di privatizzazione/dismissione degli *assets* partecipativi pubblici dalla seconda metà degli anni '90 a, circa il 2006, si stima che il rapporto Debito/PIL sia sceso di quasi il 15%, da circa il 120% del 1993 a circa il 105% del 2008.

Una privatizzazione, un'alienazione di attività patrimoniali pubbliche contribuisce, a ben vedere, al finanziamento del fabbisogno pubblico, ma non certo a determinarlo in modo rilevante: essendo le entrate fiscali correnti di natura diversa dalle entrate da alienazioni in conto capitale, ne deriva che, ai fini della stabilizzazione del debito pubblico, privatizzazioni e politiche fiscali non sono succedanee fra di loro. La prima politica può solo in parte sostituirsi alla seconda e solo se le entrate da privatizzazioni modificano la posizione patrimoniale netta dello Stato. Inoltre, non si può tacere il fatto che pure i più audaci e ottimistici progetti di privatizzazione italiani hanno sempre prospettato introiti comunque limitati rispetto all'entità dei problemi finanziari dei conti pubblici. Anche in paesi che hanno massicciamente dismesso attività di proprietà pubblica, come la Francia e la Gran Bretagna, l'obiettivo di finanza pubblica è stato spesso posto in secondo piano rispetto ad altri ben più rilevanti obiettivi afferenti sia agli assetti proprietari dell'industria nazionale ed al grado di partecipazione ai mercati finanziari nazionali, sia ad aspetti politico-redistributivi più generali.

Il debito pubblico italiano rappresenta un grave elemento di rischio sia in quanto fonte di distorsione delle risorse necessarie alla crescita reale dell'economia, sia perché i meccanismi che determinano l'appartenenza dell'Italia all'Unione Europea ne impongono il contenimento⁴, sia perché drena risorse di parte corrente alla voce "interessi sul Debito".

Per quanto storicamente la spesa pubblica sia stata spesso correlata positivamente allo sviluppo economico, essa sembra oggi aver superato quelle soglie di tollerabilità oltre la quale cominciano a registrarsi preoccupanti fenomeni limitanti l'azione di qualsivoglia politica economica e di spiazzamento delle risorse private verso rendite anziché attività produttive.

Una diffusa tesi giustifica la politica di dismissioni di attività pubbliche perché consente di conseguire introiti straordinari che potrebbero arginare la crescita del debito pubblico, onde renderlo sostenibile nel tempo, in particolare attenuando la crescita del rapporto fra debito pubblico e PIL.

Tale tesi non è nuova nella storia del debito pubblico italiano: già all'indomani dell'unificazione italiana si cominciò a registrare l'evoluzione del rapporto fra passività finanziarie dello Stato e prodotto interno lordo. E', così, emerso che in Italia per ben 80 anni (1865-1945) il rapporto del debito pubblico sul PIL si è mantenuto sopra il tetto massimo del 60%. E' altrettanto interessante notare che se, da una parte, fra i fattori che maggiormente hanno contribuito alle fasi di accelerazione del debito pubblico sul PIL si annoverano le spese belliche (i picchi più alti si hanno, infatti, in corrispondenza dei primi anni delle due guerre), il finanziamento di importanti infrastrutture e le nazionalizzazioni avvenute fra gli ultimi anni dell'ottocento ed i primi del novecento (si registrano, in quegli anni, gli altri picchi del suddetto rapporto, mai, comunque, superiore al 120%) e le conseguenze delle grandi crisi bancarie di fine secolo e degli anni Trenta, si è notato, d'altra parte, che le cause principali del rientro dalle situazioni più gravi sono state: l'alta inflazione (dal 1914 al 1926 una forte inflazione e l'assenza di indicizzazione dei titoli del debito pubblico ha prodotto un marcato rientro automatico dello stesso), una vivace crescita reale (negli anni Cinquanta, una crescita reale media del 6% ha fatto scendere il rapporto del debito pubblico sul PIL fra il 20 ed il 40%) e reiterati provvedimenti di consolidamento del debito (nell'età giolittiana hanno portato ad una discesa del rapporto in questione di 40 punti: dal 120% della fine del XIX secolo all'80% del 1910). Nell'esperienza storica italiana si sono dimostrati scarsi, invece, i risultati di misure aventi effetti temporanei, quali le alienazioni di beni demaniali: già ai tempi di Sella e Minghetti, infatti, esse regolarmente deludevano le attese. Oggi la giustificazione di finanza pubblica è razionale se la cessione di un'impresa pubblica determina un effettivo introito netto della vendita che, sommato agli oneri della precedente gestione pubblica, riesca ad eccedere i "costi-opportunità" di tale azione: la somma di eventuali utili, dividendi e potenzialità di guadagno in conto capitale dell'impresa stessa, i costi di collocamento e cessione, i costi degli incentivi messi in campo, i costi per il successivo monitoraggio e regolazione dell'attività privatizzata⁵. Ciò spiega perché nelle priorità delle privatizzazioni non è sempre centrale la massimizzazione delle entrate indotte, ma può assumere forte rilievo anche il venir meno delle perdite da finanziarsi, specie quando queste derivano da inefficienze interne, ovvero l'assenza di costi *ex-post*.

⁴ Il processo di costruzione del mercato comune europeo, infatti, prevedeva ai paesi membri aderenti il rispetto ai almeno tre pre-requisiti: convergenza dell'inflazione al tasso medio dei 12 paesi, rapporto fra debito pubblico e PIL non superiore al 60% e fabbisogno del settore statale non superiore al 3% del PIL stesso.

⁵ Come ha messo in luce l'esperienza delle *public authorities* anglosassoni, l'onerosità delle loro strutture finisce col complicare l'analisi degli effetti finanziari delle privatizzazioni laddove è necessario prevedere l'impianto di un nuovo sistema di regolamentazione in luogo della proprietà pubblica diretta.

Ora, è pur vero che minori uscite per il finanziamento delle *public utilities* e nuovi introiti dalla vendita degli *assets* pubblici possono produrre effetti positivi sul livello del debito pubblico e contenere, così, l'espansione degli oneri finanziari da esso derivanti, operando una *decapitalizzazione* del debito, ma gli introiti delle privatizzazioni non hanno effetti di sostituibilità rispetto all'aumento delle entrate fiscali o alla diminuzione della spesa pubblica generale. Se, infatti, diminuisce lo stock del debito con una diminuzione dello stock di attività pubbliche non si hanno mutamenti nella dinamica del debito stesso rispetto alla formazione di ricchezza del paese, cioè rispetto alla problematica della sostenibilità del debito pubblico per il paese.

Per dimostrare quanto sopra consideriamo la relazione dinamica fra le variabili costituenti il problema della formazione del fabbisogno pubblico e quello del suo finanziamento. Sia CF_t il fabbisogno corrente pubblico da finanziare al tempo t . Esso è formato dalla differenza fra entrate fiscali e tariffarie (T) e spese correnti non per interessi (G). Il valore assoluto delle spese correnti per interessi, infatti, è dato dalla differenza fra i ricavi derivanti dalle partecipazioni patrimoniali dello Stato (K) e i pagamenti di interessi sul debito (D). Ovviamente queste ultime due poste di bilancio sono riferite agli stock del periodo precedente ($t-1$). A costo di una notevole forzatura, supponiamo, per semplicità, che i tassi di interesse delle due remunerazioni (su K e D) siano uguali, cioè pari a r , anche se è più spesso vero che la remunerazione su K è minore di quella su D , peggiorando, così, la situazione dei conti pubblici. Ciò posto, possiamo scrivere l'equazione del fabbisogno corrente globale nel periodo t :

$$FC_t = (G_t - T_t) + (rD_{t-1} - rK_{t-1})$$

Tale fabbisogno può essere finanziato, sostanzialmente, in tre modi: con emissione netta ($+\Delta D$) di titoli pubblici (offrendone, cioè, più di quanti vengono a scadenza⁶) oppure creando base monetaria ($+\Delta M$) oppure, ancora, con alienazione di attività patrimoniali ($-\Delta K$), di cui le privatizzazioni di imprese pubbliche sono un caso. Ne segue che:

$$FC_t = \Delta Dt + \Delta Mt - \Delta K_t$$

Sostituendo ad FC_t la sua espressione, otteniamo l'equazione del *cash-flow* o vincolo di bilancio del settore pubblico:

$$\Delta Dt + \Delta Mt - \Delta K_t = (G_t - T_t) + (rD_{t-1} - rK_{t-1})$$

nella espressione di cui sopra, abbiamo, a destra dell'uguale, le componenti generanti il fabbisogno di fondi, mentre a sinistra le modalità di copertura di tale fabbisogno. Come si può ben notare, anche da un punto di vista puramente contabile, le privatizzazioni non sono sostituibili alle politiche di aggiustamento fiscale, poiché la vendita di patrimoni pubblici non altera automaticamente la formazione del fabbisogno, ma solo le modalità del suo finanziamento.

In altri termini, la privatizzazione può solo contribuire a coprire un fabbisogno che al tempo t è già dato. Può instaurarsi un circolo virtuoso se i proventi delle privatizzazioni ($-\Delta K_t$) consentono di diminuire di pari ammontare l'emissione di titoli del debito e il rendimento (interessi onerosi per lo Stato) di questi ultimi era maggiore del rendimento dei patrimoni pubblici dismessi; allora, se si è già raggiunto il pareggio di parte corrente ($G_t = T_t$), nei periodi futuri può generarsi un'attenuazione dell'onerosità del debito. Si ribadisce con ciò, che la riduzione del fabbisogno e, quindi, della crescita del debito pubblico passa attraverso la modifica degli elementi strutturali che concorrono a determinarlo e che le azioni di finanza straordinaria possono correre il rischio di tramutarsi in mera occasionalità se non integrate in un più radicale ripensamento dell'azione pubblica.

Le affermazioni di cui sopra assumono maggior evidenza se si osserva la dinamica del debito pubblico in paesi quali l'Italia e la Gran Bretagna dal 1950 agli inizi degli anni novanta. La diminuzione dell'incidenza del debito pubblico sul PIL, è stata continua in Gran Bretagna anche prima delle privatizzazioni degli anni Ottanta. In Italia, invece, lo squilibrio nei conti pubblici si è progressivamente aggravato dalla metà degli anni Settanta, anni in cui il fabbisogno pubblico si è triplicato.

Originariamente generatosi per una vera e propria esplosione della spesa pubblica in eccesso negli ultimi anni esso si è aggravato anche per il problema degli oneri finanziari del debito, che hanno raggiunto i 200 mila miliardi di lire nel 1992 (circa il 10% del PIL). A un livello già elevato e crescente del rapporto (D/PIL) si assiste quindi alla sua autoalimentazione a causa delle difficoltà incontrate nella raccolta di risparmio e della crescente spesa per interessi.

⁶ Occorre far notare che se la domanda globale per titoli del debito pubblico non aumenta coerentemente, allora possono esservi gravi conseguenze sul versante delle remunerazioni da riconoscere e, quindi, sui tassi d'interesse, poiché aumentando l'offerta netta di titoli a parità di domanda ne cala il valore di scambio.

La rilevanza della dinamica e del livello dei tassi d'interesse sugli effetti che le privatizzazioni possono generare sul problema della sostenibilità del debito pubblico e sulla dinamica del rapporto fra debito pubblico e PIL è testimoniata dalle proiezioni effettuate dalle commissioni parlamentari all'uopo costituite: esse hanno evidenziato che anche nel caso di avanzo nelle componenti correnti di bilancio, senza diminuzioni del tasso corrente di remunerazione dello stock del debito, solo con sostanziose e forse eccessive dismissioni si produrrebbe una stabilizzazione del rapporto debito/PIL.

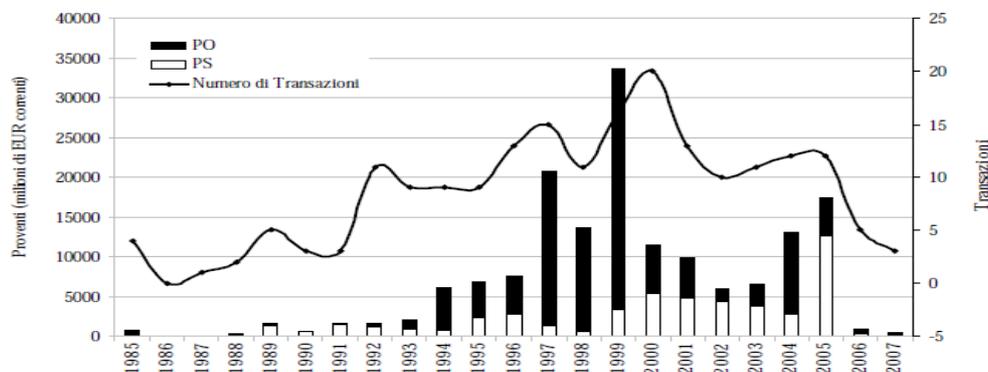
Un contributo apprezzabile delle dismissioni alle politiche di contenimento della dinamica del debito è possibile se e solo se la privatizzazione genera due effetti positivi, uno di natura microeconomica e uno di natura macroeconomica:

Sul piano microeconomico, le privatizzazioni accompagnate da un'efficace regolamentazione per la tutela della concorrenza (*antitrust*) possono stimolare un aumento dell'efficienza dell'uso delle ex-risorse pubbliche e, quindi, generare nuova profittabilità tassabile in luogo di richieste di ripiani dei deficit. In tal caso, si dovrebbe dimostrare che la remunerazione del capitale pubblico persa dallo Stato per l'alienazione delle relative attività sia più che compensata da un aumento dell'efficienza gestionale e finanziaria dell'impresa stessa senza che ad essa debbano essere garantite coperture finanziarie o ripianamento dei deficit futuri.

Sul piano macroeconomico, le privatizzazioni possono creare sia aspettative positive sugli operatori internazionali che, facendo affluire maggiori capitali nei mercati finanziari italiani, possono indurre una diminuzione dei tassi d'interesse, sia minor ricorso all'indebitamento e, quindi, determinare minori spese in conto interessi.

Entrambi gli effetti dovrebbero generare *feedback* positivi sulla finanza pubblica: diminuzione degli oneri del debito ed importanti introiti dalle privatizzazioni consentono una minore offerta di titoli del debito nel periodo successivo e, di nuovo, una probabile diminuzione dell'onerosità del rifinanziamento dello stesso. In tale ambito, la razionalizzazione della spesa pubblica e l'allargamento della base imponibile per il sistema fiscale consentono di amplificare i benefici del lento rientro dal problema del debito, senza per questo strangolare l'economia, cioè senza aggravare gli effetti recessivi delle strette fiscali. Le privatizzazioni, quindi, non sono da coniugarsi solo a una manovra straordinaria di finanziamento del debito, poiché costituiscono uno strumento di politica industriale strutturale (azioni sugli assetti proprietari e partecipativi nell'industria) e finanziaria (ampliamento e rafforzamento dei mercati borsistici).

Privatizzazioni in Italia: Proventi e Transazioni 1985-2007



Fonte: MEF e Privatization Barometer da Relazione Corte dei Conti, 2011.

Privatizzazioni come strumento di "irrobustimento" dei mercati finanziari

Lo sviluppo del sistema finanziario fu sin dalle origini uno dei principali obiettivi del processo di privatizzazione in Italia (ma anche in Francia e in Gran Bretagna). Una politica di dismissione volta a favorire lo sviluppo dei mercati finanziari può infatti essere giustificata in termini di promozione del benessere sociale e della crescita economica.

Studi empirici hanno dimostrato che lo sviluppo del mercato (ed in particolare l'aumento della liquidità) è una variabile in grado di influenzare l'accumulazione di capitale e quindi la crescita economica, rendendo possibile l'applicazione di sistemi di incentivi manageriali basati sulla performance, con possibili ripercussioni positive in termini di efficienza per le imprese, e permettendo una migliore diversificazione del rischio. Ciò deriva anche dal semplice fatto che la loro debolezza può inficiare l'efficienza generale con seri problemi di eccessiva remunerazione del capitale di rischio e, quindi, il collocamento di azioni delle ex imprese pubbliche sulle piazze finanziarie nazionali può contribuire ad aumentare l'efficienza dei mercati

stessi. Come si è già detto in precedenza, infatti, **la molteplicità delle relazioni in un sistema di mercato e la loro indipendenza determina l'efficienza allocativa del mercato stesso**. Al contempo, la debolezza dei mercati finanziari potrebbe pregiudicare il successo delle strategie di privatizzazione, non solo dal punto di vista finanziario (l'inefficienza dei mercati secondari compromette, ad esempio, il grado di liquidità associabile al capitale azionario delle imprese pubbliche) ma, anche, del numero dei soggetti coinvolti o che si desidera coinvolgere. In particolare, la loro "sottigliezza" e inconsistenza finisce col rendere altrettanto problematica l'offerta pubblica di azioni, salvo che non siano messi a punto efficaci meccanismi, che consentono di raggiungere e stimolare i piccoli risparmiatori. Tale problematica è assai grave nei paesi sottosviluppati, nei quali gli istituti del mercato finanziario sono assenti o inefficienti. Non a caso, in simili circostanze, governo e banca centrale devono continuamente supportare ogni tentativo di diffusione dell'azionariato, compito già di per sé molto arduo data la grande concentrazione della ricchezza che si registra in tali paesi. Anche in gran parte dei paesi sviluppati (con particolare riferimento all'Italia) si ravvisa la necessità di accompagnare le politiche di privatizzazione con un allargamento della proprietà azionaria, cui, però, deve associarsi la massima trasparenza delle operazioni finanziarie, la massima diffusione delle informazioni rilevanti ed un notevole impegno delle istituzioni politiche e finanziarie. Si tratta, cioè, di *riportare nel mercato* tutte le transazioni che dovrebbero far capo ad esso, come non sempre avviene in Italia.

L'ingresso sui mercati borsistici di ex-imprese pubbliche e la distribuzione delle loro azioni su più soggetti acquirenti, dai piccoli azionisti ai fondi comuni, dai dipendenti ai fondi pensione e così via, fino a piccoli o grandi raggruppamenti di imprenditori, comporterebbero almeno due effetti:

- 1) un ampliamento quantitativo e qualitativo dell'offerta di titoli;
- 2) la possibilità di attrarre nuovi investitori allargando la base di soggetti attivi sul mercato finanziario.

Il rilancio del mercato azionario tramite l'allargamento della gamma dei titoli offerti, del numero degli operatori coinvolti, sia sul versante dell'offerta sia della domanda, è funzionale all'obiettivo di migliorare l'efficienza del mercato stesso: superare i problemi di "sottigliezza" significa contribuire a superare le cause esogene e non razionali che inducono volatilità dei corsi azionari che finisce con il disincentivare la capitalizzazione borsistica delle imprese e, a sua volta, la sua stessa capacità di assorbimento di nuovi titoli: è un circolo vizioso dove azioni e agenti speculativi possono ampiamente lucrare giocando sui differenziali di prezzo istantanei generati da differenziali di informazioni artefatte a loro stesso vantaggio, possono, cioè sfruttare importanti oscillazioni dovute più spesso a fenomeni emotivi e contingenti che non a fenomeni reali. Ovviamente nuovi potenziali investitori (sia sul versante dell'offerta sia della domanda) non sarebbero incentivati ad entrare su tale mercato, rinforzando l'inefficienza e l'inefficacia del mercato stesso.

Se lo sviluppo del mercato finanziario è un *by-product* delle strategie di privatizzazione, allora diventa naturale incentivare una differente struttura nei portafogli dei risparmiatori anche attenuando le asimmetrie fiscali fra titoli del debito pubblico e titoli azionari o simili incentivi che, ovviamente, sono un ulteriore "costo delle privatizzazioni"⁷. Al successo della strategia di privatizzazione e allargamento dei mercati finanziari contribuisce in modo determinante la sequenzialità delle operazioni di:

- 1) scelta della fase ciclica positiva della piazza finanziaria di riferimento (ad esempio, nel caso francese, la Borsa di Parigi era in una fase di notevole crescita e quindi in grado di affrontare un ingente "choc d'offerta di titoli" quando vi vennero riversate enormi quantità di titoli di aziende ex-pubbliche);
- 2) ristrutturazione ex-ante delle imprese da privatizzarsi in modo da presentarle al collocamento in uno stato di buona salute economico-finanziaria;
- 3) affermazione di una chiara strategia nazionale di valorizzazione delle imprese privatizzande;
- 4) definizione e concessione di agevolazioni ed incentivi all'acquisto per i risparmiatori⁸.

Alla problematica della struttura dei mercati finanziari sono legati altri obiettivi perseguiti con forza nei processi di privatizzazione sperimentati in molti paesi europei: la **diffusione dell'azionariato popolare**, la **partecipazione dei dipendenti** alla proprietà dell'impresa presso la quale sono impiegati ed il **controllo del management attraverso la minaccia di takeovers**. Il processo di privatizzazione, anche se limitato alla problematica delle dismissioni delle attività pubbliche, è parte integrante di un più generale ripensamento delle strutture economiche che fondano il sistema economico di riferimento.

⁷ Tale obiettivo fu così chiaro nell'esperienza delle privatizzazioni francesi che nel solo 1987 le dismissioni francesi furono di valore assoluto maggiore di quelle attuate dal governo britannico in cinque anni: solo in quell'anno si realizzarono 66,8 miliardi di franchi, cui si devono aggiungere 4 miliardi di franchi realizzati negli ultimi mesi del 1986.

⁸ Attenzione, tutto ciò vale anche al contrario: privatizzare in Borsa quand'essa è in calo implica contraccolpi: la Borsa di Parigi conobbe forti cali nel 1988 che ha messo in crisi il processo di privatizzazione avviato il biennio precedente. In quell'anno si realizzarono, infatti, solo un quarto degli introiti attesi (13 miliardi di franchi contro i quasi 50 attesi)

Dal pubblico al collettivo: l'ampliamento della partecipazione alla proprietà. L'offerta pubblica di vendita per la creazione di public company

Un altro degli obiettivi dichiarati dei processi di privatizzazione italiani e, più in generale, europei, è stato quello di coinvolgere direttamente i cittadini nella proprietà delle imprese dismesse dai vari Stati, ritenendo auspicabile l'instaurarsi di una forma di partecipazione diffusa in aziende operanti in settori di elevato rilievo pubblico quali quelli delle *public utilities*.

L'obiettivo era, in sostanza, di realizzare il passaggio dalla precedente configurazione che prevedeva la proprietà pubblica delle imprese attive nei settori delle *public utilities* al modello di matrice anglosassone della società privatistica ad azionariato diffuso, ovvero della *public company*. È interessante notare come il termine "pubblico" assuma significati radicalmente diversi nelle due accezioni: se, infatti, il modello precedente definiva "pubbliche" quelle entità imprenditoriali la cui proprietà apparteneva "allo Stato", nel concetto della *public company* si intende invece "pubblica" un'impresa che, per quanto giuridicamente privata, appartiene "alla collettività".

Ai fini del raggiungimento dell'obiettivo di ottenere la maggiore diffusione possibile della proprietà delle imprese delle *public utilities*, quindi, i *policy-makers* possono utilizzare in particolare uno strumento: quello della scelta relativa alle modalità di vendita delle azioni delle società privatizzande. A tale riguardo, faremo per il momento riferimento ad una tecnica: l'**offerta pubblica di vendita (OPV)**, lasciando la trattazione dei relativi aspetti operativi e delle tecniche della *trattativa privata diretta* e del *management-employees buy out* al capitolo successivo.

Attraverso l'OPV si colloca presso il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali un predeterminato stock di titoli di proprietà di una società in precedenza posseduta, totalmente o parzialmente, dallo Stato o da altro ente pubblico (spesso ex-enti pubblici o aziende municipalizzate o speciali). Nel caso in cui tali società siano già state trasformate in società per azioni e collocate in Borsa, allora si tratterà di una OPV sul mercato secondario, mentre nell'ipotesi di S.p.A. costituita *ex-novo* o di collocamento solo di azioni di nuova emissione motivate da un aumento del capitale sociale, si dovrà far ricorso al cosiddetto mercato primario.

Il ricorso all'OPV richiede la definizione e la pubblicizzazione di diversi elementi tra cui:

- 1) quantità da collocare - ammontare di azioni che definisce il lotto da privatizzare;
- 2) prezzo di collocamento – allorché si desidera il prezzo uguale per tutti i soggetti aventi diritto all'acquisto;
- 3) tetti massimi di proprietà individuale di azioni;
- 4) soggetti preposti alla vendita;
- 5) articolazione degli incentivi (fiscali e/o finanziari) mirati a stimolare l'acquisto da parte di specifiche categorie di risparmiatori.

La pubblicizzazione delle condizioni per le quali si ricorre all'OPV è condizione fondamentale per garantire la massima trasparenza del processo di dismissione.

Dal punto di vista strategico, una scelta fondamentale da effettuare per centrare l'obiettivo della diffusione della proprietà azionaria attraverso la privatizzazione sul mercato, è quella relativa alla determinazione del prezzo di offerta, che deve essere fissato ad un livello tale da attirare i piccoli risparmiatori, senza però pregiudicare in modo sostanziale la redditività dell'operazione.

A tal proposito, le privatizzazioni furono inizialmente strutturate come offerte pubbliche a prezzo fisso, che garantivano gli evidenti vantaggi della semplicità di esecuzione e della trasparenza, caratteristiche viste con favore dalla platea dei piccoli risparmiatori non in possesso di significative esperienze in campo finanziario. Tale metodo di vendita massimizzava però il già citato *trade-off* tra gli obiettivi di dispersione della proprietà azionaria e la massimizzazione dei profitti, nel senso che, per incentivare l'acquisto da parte dei piccoli investitori e generare aspettative positive sulle ulteriori operazioni di privatizzazione previste in seguito, le azioni venivano generalmente emesse ad un prezzo inferiore all'effettivo valore (c.d. *underpricing*).

Il compromesso tra diffusione della proprietà e massimizzazione dei proventi derivanti dalle privatizzazioni è stato risolto con l'introduzione di più sofisticate tecniche di vendita come l'*accelerated bookbuilding offering* (ABO) che verrà trattato nel capitolo 5.

L'ampiezza del pubblico cui viene rivolta l'offerta, la trasparenza delle modalità e delle condizioni di collocamento e la possibilità di definire incentivi all'acquisto e tetti massimi alla proprietà in possesso di ciascun singolo azionista hanno fatto sì che l'OPV sia stata ampiamente utilizzata in molte esperienze di

privatizzazione di grandi imprese pubbliche, particolarmente rilevanti nel sistema economico per le ingenti capitalizzazioni ed il gran numero di lavoratori che le caratterizzano, al fine di stimolare la costituzione di *public companies*, società ad azionariato diffuso che realizzano gli obiettivi di:

- 1) spostare ingenti flussi di risparmio dalle rendite finanziarie a reddito fisso alle attività rischiose di tipo produttivo;
- 2) aumentare il numero dei soggetti partecipanti sui mercati borsistici;
- 3) consentire un'ampia partecipazione alla proprietà di imprese operanti in settori delicati dell'economia nazionale, dove, cioè, i rischi della proprietà concentrata sarebbero socialmente intollerabili.

In Gran Bretagna e in Francia lo strumento dell'OPV è stato ampiamente utilizzato proprio al fine prioritario di allargare la partecipazione all'azionariato al maggior numero possibile di investitori, soprattutto piccoli risparmiatori, perseguendo, con ciò alcuni degli obiettivi strutturali delle politiche di privatizzazione. In effetti, lo sviluppo dell'intermediazione finanziaria attraverso la Borsa e l'alterazione dei modelli allocativi del risparmio attraverso la diffusione dell'azionariato richiedono mercati finanziari efficienti e solidi, onde dar fiducia agli investitori, alle imprese e, in generale, abbattere il rischio percepito dai risparmiatori. Ora, un aumento consistente di offerta di titoli, come avviene nei processi di ampia dismissione di proprietà pubbliche, non comporta automaticamente un abbassamento della volatilità dei prezzi dei titoli, cioè una minor instabilità dei corsi azionari. Per raggiungere tale scopo occorre promuovere una maggiore domanda. A tal fine, nella definizione del bando di OPV si è prevista una serie di strumenti incentivanti la partecipazione del risparmio popolare e istituzionale.

Nella maggior parte dei casi, le OPV mirate alla costituzione di *public companies* in luogo di imprese pubbliche operanti nei più delicati settori economici, sono riuscite ad attirare un gran numero di acquirenti, anche fra i piccoli-piccolissimi risparmiatori, oltre che fra gli stessi dipendenti. Solitamente il rapporto fra domanda e offerta di titoli è stato superiore a uno.

Il rapporto domanda/offerta di azioni nelle principali OPV

Società	Data di chiusura	Domanda di azioni (milioni)	Offerta di azioni (milioni)	Over-subscription Ratio
ENI 1 ^(a)	Nov. 1995	819	401	2,04
ENI2	Ott. 1996	743	700	1,06
ENI3	Giu.1997	1.578	858	1,84
Telecom Italia	Ott. 1997	2.922	1.450	2,02
ENI 4	Giu. 1998	1.466	891	1,65
BNL	Nov. 1998	2.600	662	3,93
ENEL 1 ^(a)	Ott. 1999	4.748	2.425	1,96
Autostrade	Dic. 1999	903	491	1,84
ENI 5	Feb. 2001	509	400	1,27
Snam Rete Gas ^(a)	Dic. 2001	4.562	787	5,8
Telecom Italia 2 ^(c)	Dic. 2002	n.a.	n.a.	n.a.
ENEL 2	Ott. 2003	n.a.	n.a.	n.a.
TERNA ^(a)	Giu. 2004	2.017	1.000	2,02
ENEL 3	Ott. 2004	2.884	1.150	2,51
ENEL 4	Lug. 2005	1.690	575	2,94

(a) Offerta Pubblica Iniziale.

(b) Aggiustato rispetto al MIB 30.

(c) Sono state considerate solo le azioni ordinarie, non quelle di risparmio.

(d) L'operazione si è conclusa a borsa chiusa con riferimento al prezzo di chiusura del 29/11/2003.

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

La pressione della domanda è stata notevole nelle esperienze di privatizzazione attraverso le strategie di OPV. La spiegazione di tale fenomeno è riconducibile a due ordini di fattori:

- 1) In primo luogo, le società pubbliche dismesse attraverso OPV spesso operano in settori non troppo esposti alla concorrenza, economicamente stabili e con forte presenza pubblica indiretta attraverso diverse forme di regolamentazione. Se ciò contribuisce, per un verso, a motivare la necessità di impedire un'eccessiva concentrazione delle proprietà in tali consessi, allo stesso tempo tali caratteristiche contribuiscono ad attenuare la percezione del rischio dell'investimento azionario correlato alla volatilità dei relativi prezzi. Tali società, in effetti, sono dimensionalmente molto grandi e robuste finanziariamente.

- 2) In secondo luogo, in tutte le principali OPV si sono previsti meccanismi di incentivazione all'acquisto rivolti soprattutto ai piccoli risparmiatori (*bonus shares*, sconti sul prezzo di acquisto, agevolazioni fiscali,...) che hanno contribuito in maniera sostanziale a far crescere la domanda di azioni.

Tali meccanismi comportano ovviamente costi nascosti dell'operazione, che rappresentano però semplicemente i costi necessari al perseguimento delle finalità di diffusione dell'azionariato e di successo globale dell'operazione. L'emissione di titoli attraverso OPV può avvenire anche in modi diversi dal bando di vendita di azioni ordinarie: un metodo più graduale di dismissione frequentemente utilizzato in caso di grande delicatezza del settore e di incertezza sul successo dell'operazione o dell'assorbimento positivo da parte del mercato ha previsto una precedente emissione di obbligazioni con *warrant*. In tal modo, in effetti, si possono rendere maggiormente appetibili le emissioni di titoli sul debito, si minimizzano i problemi di assorbimento (e, quindi, i costi impliciti nelle politiche di sconto incentivante) dell'operazione e non si spiazza eccessivamente il mercato, non si assorbe, cioè, tutto il capitale di rischio presente⁹. Tale metodo è stato spesso ribattezzato "**privatizzazione strisciante**", poiché consente di diluire i tempi dell'operazione senza pregiudicarne la credibilità, garantendo la convertibilità dei titoli obbligazionari in azioni ordinarie.

Trasformazione istituzionale e di governance dell'impresa pubblica.

Una prima imprescindibile fase del processo di privatizzazione è la trasformazione della forma giuridica dell'ente pubblico, dell'azienda municipalizzata o di qualsivoglia altro soggetto privatizzando da soggetto di diritto pubblico ad entità giuridica assoggettata alla disciplina del comune diritto privato, per la quale siano applicabili logiche di gestione assimilabili a quelle di qualsiasi altra impresa e sottoponibile a compravendita sui mercati finanziari.

Generalmente il primo *step* nella privatizzazione di enti pubblici economici, comunemente definito *privatizzazione formale*, consiste quindi nella loro trasformazione in S.p.A. a proprietà pubblica¹⁰.

La necessità di questo passaggio preliminare è confermata anche dall'evoluzione storica della legislazione nazionale che ha accompagnato e disciplinato i processi di privatizzazione, il cui avvio è stato sancito dall'introduzione del D.L. 386/91, poi convertito dalla L. 35/92, recante il titolo "*Norme per la trasformazione in S.p.A. degli enti pubblici economici, delle aziende autonome e degli enti di gestione, per la dismissione delle partecipazioni delle società derivanti dalla suddetta*

⁹ La vendita di obbligazioni con *warrant* è un modo per attrarre una maggiore domanda di passività o aumenti di capitale da parte dei piccoli risparmiatori. Nel caso di imprese pubbliche con bilanci gravemente in disavanzo: in un primo momento si procede alla ristrutturazione del bilancio stesso attraverso il capitale proprio presente nella società stessa, successivamente lo si ricostituisce (lo si aumenta) con nuove emissioni. A tali metodi si aggiunge, infine, quello dell'offerta sul mercato (secondario) di azioni già di proprietà pubblica. Il *warrant* rappresenta un'opzione che concede al portatore, nella fattispecie al detentore dell'obbligazione, la possibilità di convertire in azione il titolo di debito della società che li emette. Essendo un'opzione, essa ha valore economico e, quindi, viene solitamente remunerata a parte oppure, se il *warrant* è incluso in un'emissione obbligazionaria, è il titolo del debito ad essere venduto con un sovrapprezzo o, nel gergo finanziario, sopra la pari.

¹⁰ La possibilità di adottare una S.p.A. come modello di gestione dei servizi pubblici locali è peraltro relativamente recente, essendo stata oggetto, fino alle radicali innovazioni normative degli anni '90, di un ampio dibattito dottrinale. La pronuncia n. 373/56 del Consiglio di Stato esprimeva, infatti, parere negativo in merito alla partecipazione pubblica a Società per Azioni, ritenendo le forme giuridiche di diritto privato inadeguate al perseguimento di fini pubblici. La dottrina esprimeva, invece, una costante opinione favorevole sulla legittimità della partecipazione degli enti locali a S.p.A., argomentandola sulla base della generale capacità di diritto privato degli enti pubblici. Quest'ultima impostazione si fece progressivamente strada a partire dalla fine degli anni '60, quando vennero adottati una serie di provvedimenti legislativi statali che aprirono alla partecipazione da parte dei Comuni a Società per Azioni produttrici di beni e servizi, operanti in anche in settori al di fuori delle competenze esplicitamente assegnate dalla normativa all'epoca vigente (cfr. Capitolo 1 per l'elenco dei 19 servizi pubblici espressamente assegnati ai Comuni dall'art. 1 del T.U. n.2578 del 1925), fino ad arrivare, alla fine degli anni '80, al pieno riconoscimento da parte della giurisprudenza del principio in base al quale la capacità negoziale dei Comuni doveva ritenersi funzionale alle finalità istituzionali degli stessi, configurando quindi come ammissibile anche il ricorso a forme privatistiche per il perseguimento di questi scopi. In Italia, l'applicazione di tal principio per le partecipazioni dello Stato è stata avviata a partire dal settore bancario con la Legge 218/90 (c.d. "Legge Amato"), attuata con il d.lgs. 356/90, che ha portato alla trasformazione degli Istituti di Credito a proprietà pubblica in soggetti di diritto privato secondo il modello di riferimento (anche se non tassativo) della Società per Azioni. In seguito, una simile modifica della forma giuridica è stata resa possibile anche per i principali enti pubblici economici (IRI, ENI, ENEL,...) con l'approvazione della Legge 359/92, che ne disponeva la trasformazione in S.p.A. attribuendo la titolarità del relativo capitale al Ministero del Tesoro. La svolta sostanziale nel processo di privatizzazione di queste Società si ebbe però nel 1994, con l'emanazione della Legge 474/94, che stabilì la possibilità e le modalità di trasferimento della parziale o totale proprietà delle stesse a soggetti privati. Per le partecipazioni pubbliche a livello locale, una prima apertura all'ingresso di capitali privati è stata introdotta dapprima con la Legge 142/90, che prevedeva però il mantenimento delle quote di maggioranza da parte degli Enti Locali, cui ha fatto seguito la Legge 498/92 che invece superava tale vincolo, consentendo la gestione dei servizi pubblici locali anche tramite società per azioni a maggioranza privata.

trasformazione, e per l'alienazione e la gestione economica dei beni patrimoniali dello Stato" e successive modificazioni ed integrazioni¹¹.

Questo primo passaggio, in apparenza abbastanza semplice, non va tuttavia sottovalutato, perché non determina solo una modifica di natura formale al precedente assetto, ma comporta alcuni mutamenti rispetto alla precedente situazione di notevole importanza, prodromiche rispetto al successivo passaggio della proprietà in mano privata.

Sul piano giuridico, alle nuove S.p.A. si applica la normativa privatistica propria di questa tipologia di società, caratterizzata da una disciplina molto precisa in termini di organi societari obbligatori ed adempimenti amministrativo-contabili, e in particolare la società diviene soggetta alle disposizioni del codice civile in tema di bilancio societario, con la conseguenza di una maggiore trasparenza e leggibilità dei risultati di gestione.

Sul piano della governance, il nuovo modello arriva a separare la proprietà dalla gestione dell'impresa, funzioni in precedenza esercitate congiuntamente dallo Stato, costringendo gli amministratori a passare dalle logiche meno lineari e trasparenti proprie dei soggetti pubblici (le cui *mission* aziendali, strategie e modalità di finanziamento risentivano della contiguità e dell'influenza della politica locale e nazionale) ad un approccio gestionale più vicino alle logiche private, assoggettate ai normali vincoli economici di gestione ed all'applicazione delle norme che disciplinano l'istituto del capitale sociale. La separazione tra proprietà e gestione conseguente alla trasformazione in S.p.A. pubbliche è particolarmente significativa anche ai fini del superamento di un altro dei limiti evidenziati dal modello dell'intervento pubblico diretto in economia: quello della difficoltà di esercitare un'efficace attività di controllo sul *management* che nella precedente forma di soggetto di diritto pubblico era resa estremamente difficile da una serie di fattori:

- la gestione pubblica è naturalmente e storicamente stata orientata verso il perseguimento di molteplici obiettivi (stabilizzazione, allocazione e redistribuzione), mentre si presuppone che l'orientamento privatistico persegua esclusivamente la massimizzazione il profitto. E', per definizione, assai complesso definire target gestionali, indicatori di efficienza, ecc..., quando gli obiettivi, in base ai quali valutare la *performance*, del management sono molteplici;
- la proprietà pubblica è per natura oscillante rispetto ai cicli elettorali di riferimento. Se, da una parte, gli enti pubblici affermano di perseguire il benessere sociale, al contempo la definizione del medesimo benessere sociale risente delle opzioni di policy sposate dai referenti istituzionali che si alternano periodicamente. Le imprese pubbliche, quindi, rischiano di essere utilizzate per finalità indicate dagli alterni indirizzi politici ed in ciò risentire delle attività di *lobbying* di particolari gruppi di interesse;
- date le modalità di finanziamento estremamente permissive ovvero a "piè di lista" per le imprese pubbliche, queste erano soggette a vincoli di bilancio decisamente poco stringenti (*soft budget constraint*) che, oltre a non generare alcun incentivo all'efficienza, mascheravano le reali *performances* di questi enti e della loro struttura di *governance*;
- in un contesto di contratti incompleti, qualora i diritti residuali di controllo appartengano al governo, esso potrebbe *ex post* espropriare i manager dei rendimenti conseguenti ai loro investimenti irreversibili nell'impresa. Tale minaccia disincentiva, *ex ante*, la formazione di un efficiente volume di *firm specific capital*, problema che non si pone nel caso di impresa direttamente gestita dal proprietario;

Sul piano contabile, la trasformazione in S.p.A. rende necessaria, la **definizione del capitale proprio** delle trasformande società. Qualora, infatti, determinati settori d'attività economica siano gestiti da soggetti che utilizzano **capitali inalienabili** dello Stato o dell'Ente Locale, la **scissione** da questi ultimi della società implica il chiarimento della proprietà di tali capitali necessari. Tali problematiche investono in modo rilevante più settori delle *public utilities*, quali l'energia elettrica, la distribuzione di gas, acqua ed , in generale, i settori di rete, proprio in quanto, come si è visto, si

¹¹ Il procedimento di trasformazione in S.p.A. dei soggetti pubblici economici originariamente definito dalla L. 35/92, è stato significativamente rivisto e semplificato da diversi provvedimenti successivi, ed in particolare dal D.L. 333/92 (convertito con la L. 359/93).

tratta di settori che utilizzano infrastrutture sulla cui trasformazione in proprietà privata permangono legittimi dubbi di natura non meramente giuridico-formale, ma sostanziale, che richiedono significativi approfondimenti giuridici, ed eventualmente profonde modificazioni strutturali per scorporare dal capitale sociale delle nuove S.p.A. quelle componenti patrimoniali che, per ragioni di pubblico interesse, non possono essere loro concesse.

Sul piano della *mission* statutaria, la trasformazione in S.p.A. pubblica richiede infine la precisa **definizione dell'oggetto sociale** sia per la specificazione della *mission* aziendale da sottoporsi a valutazione di efficienza ed efficacia, sia per individuare il perimetro di attività in vista della futura privatizzazione. Se ciò può essere relativamente agevole nel caso della privatizzazione di soggetti pubblici caratterizzati da funzioni specifiche e da una dimensione territoriale ben definita (es. aziende municipalizzate non integrate), tale attività presenta notevoli complessità qualora si debba privatizzare grandi imprese integrate verticalmente (es. monopoli settoriali quali quelli dell'energia elettrica e del gas) o conglomerate pubbliche operanti simultaneamente in settori diversi (es. IRI). Tipicamente, la privatizzazione di soggetti di tale complessità prevede, infatti, la suddivisione dell'attività di impresa degli stessi in fasi disgiunte, ed il successivo conferimento delle stesse a più società distinte, ciascuna delle quali da collocare sul mercato separatamente.

Una delle finalità dichiarate dei processi di privatizzazione italiani è stata la promozione di una partecipazione diffusa al capitale delle ex-imprese pubbliche dismesse. Il perseguimento di tale obiettivo ha, tuttavia, richiesto un significativo intervento sui sistemi di *corporate governance* e sulla relativa normativa, allo scopo di tutelarne gli interessi e di non pregiudicarne la fiducia nel buon funzionamento del sistema finanziario. Cruciale a riguardo fu l'emanazione del D.Lgs. 58/1998, meglio noto come Testo Unico sulla Finanza o come "Legge Draghi", che modernizzò in modo sostanziale la legislazione in tema di società e di intermediazione finanziaria, sistematizzando e razionalizzando il preesistente *corpus* normativo, composto di oltre 30 leggi disgiunte, ed intervenendo in particolare sul regime previsto per le società quotate, allo scopo di creare un contesto normativo in grado di garantire un più efficiente e trasparente funzionamento dei mercati finanziari ed un maggior grado di controllo della *corporate governance* dei soggetti che vi operano.

Le principali innovazioni introdotte dal T.U.F. riguardavano:

- 1) la **trasparenza e la diffusione di informazioni**, stabilendo l'obbligo per tutte le imprese quotate di rendere di pubblico dominio qualsiasi informazione in grado di influenzare sensibilmente il prezzo dei relativi strumenti finanziari quotati (inclusi eventuali patti tra azionisti), ed imponendo, in caso di emissione di titoli e/o di quotazione sul mercato di una società, l'obbligo di predisposizione e pubblicazione da parte del soggetto emittente di prospetti informativi esaurienti, in grado di permettere agli investitori una oggettiva valutazione del relativo rischio, ;
- 2) la **protezione degli azionisti di minoranza**, con la drastica riduzione della quota di capitale sociale necessaria per richiedere la convocazione di un CdA straordinario (dal 20 al 10%), con la previsione della facoltà di agire giudizialmente nei confronti del management e degli altri organi sociali per azionisti singoli o gruppi di piccoli azionisti purché rappresentativi almeno del 5% del capitale sociale ed infine con l'introduzione della possibilità per gli azionisti di ricorrere al voto per corrispondenza;
- 3) la **contendibilità del controllo delle società quotate**, con l'imposizione dell'obbligo, per chiunque avesse superato a seguito di acquisto a titolo oneroso la soglia del 30% del capitale di una società quotata, a lanciare un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) su tutte le restanti azioni. Ciò a garanzia degli azionisti di minoranza ed allo scopo di facilitare il trasferimento del controllo di tali imprese.

L'introduzione di questo nuovo quadro normativo incrementò notevolmente il grado di tutela assicurato dall'ordinamento italiano agli azionisti, portando il valore del corrispondente *Shareholder's Right Index* da 1 a 4, un valore prossimo alla media dei più evoluti paesi di matrice anglosassone (che impiegano sistemi legislativi di *common law*).

La protezione dell'investitore nel mondo

Paesi per tipo di sistema legislativo	Shareholder's Right Index
Common Law	
Australia	4
Canada	5
Nuova Zelanda	4
Singapore	4
Sud Africa	5
Tailandia	5
Regno Unito	5
USA	5
Media	4,25
French Civil law	
Argentina	4
Belgio	0
Brasile	0
Cile	5
Colombia	0
Francia	0
Grecia	0
Italia	1-4
Messico	1
Paesi Bassi	0
Portogallo	4
Spagna	4
Media	2,73
German and Scandinavian Civil Law	
Austria	0
Germania	1
Giappone	4
Svizzera	2
Danimarca	0
Finlandia	0
Norvegia	4
Svezia	3
Media	2,63

Fonte: Relazione Corte dei Conti, 2011.

Va peraltro ricordato che l'esigenza di aumentare il livello di controllo sui soggetti quotati e sui relativi organi di amministrazione e controllo non scaturiva solo da esigenze legate ai processi di privatizzazione e di ampliamento della platea d'investitori sui mercati finanziari, ma nasceva anche da gravissimi episodi verificatisi dapprima negli Stati Uniti e poi anche in Europa ed in Italia (si vedano, ad esempio, i casi Cirio e Parmalat, per quanto quest'ultimo sia emerso successivamente) che avevano evidenziato gravi lacune e fallimenti dei preesistenti sistemi di governo societario e di funzionamento dei mercati.

Il processo di consolidamento e modernizzazione del quadro normativo non si è limitato all'introduzione della Legge Draghi, ma è proseguito, anche in risposta a stimoli provenienti dall'Unione Europea, culminando nell'emanazione della Legge 262/05 "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*" volta a rafforzare ulteriormente la tutela degli azionisti di minoranza e ad aumentare ulteriormente il grado di trasparenza dei mercati, i cui elementi innovativi erano:

- la partecipazione obbligatoria di almeno un rappresentante dei soci di minoranza negli organi di amministrazione e controllo delle società quotate.
- l'ampliamento delle norme sulla trasparenza per esplicitare eventuali legami tra società quotate e società estere con sede in Stati che non garantiscono la dovuta trasparenza (c.d. società *offshore*);
- la riforma della disciplina relativa alla revisione dei conti delle società quotate, con la fissazione di un limite di sei esercizi alla durata dell'incarico di revisore per conto di una società quotata;
- la esplicita designazione delle Autorità di vigilanza competenti sui mercati finanziari: la Banca d'Italia, la Consob, l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap), la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (Antitrust).
- l'inasprimento delle pene per il reato di false comunicazioni sociali nel caso di società quotate in Borsa e di grave danno ai risparmiatori.

Non essendo ancora avviati i processi di privatizzazione (che hanno contribuito a migliorare l'ampiezza e l'efficienza del mercato finanziario nazionale nonché a generare incentivi alla quotazione di nuove imprese) e stante l'arretratezza del sistema di tutele normative, agli inizi degli anni '90 il mercato azionario italiano appariva sottodimensionato rispetto a quelli dei maggiori paesi industrializzati.

Tra i fattori che, nel corso del decennio successivo contribuirono a ridurre tale divario, oltre agli stimoli ed alle opportunità generate dal processo di privatizzazione ed alle innovazioni normative sopra descritte, va sottolineato inoltre il ruolo giocato dalla **Legge di riforma del mercato**

mobiliare del 1991 (Legge 1/1991), che imponeva il superamento del sistema di transazioni finanziarie effettuate fuori dal mercato regolamentato (c.d. transazioni *over the counter*) rendendo obbligatoria dall'anno successivo la negoziazione di titoli solo sul mercato regolamentato per il tramite di specifici soggetti all'uopo autorizzati: gli intermediari finanziari.

Ultimo elemento che contribuì significativamente al rafforzamento e all'espansione del mercato finanziario nazionale può essere considerato, infine, il processo di modernizzazione del sistema di negoziazione, esecuzione e regolazione delle transazioni su tale mercato, con il graduale passaggio dal precedente sistema "delle grida" ad un sistema telematico "in continua" completato nel 1994, con la fine dell'esenzione delle vendite "ai blocchi" nel 1992 e con l'unificazione delle borse regionali minori in un'unica piattaforma telematica.

La trasformazione dei soggetti pubblici prima della loro dismissione ha costituito un problema non banale anche per paesi quali Gran Bretagna e Francia. In Gran Bretagna ogni privatizzazione nel settore delle *public utilities* ha richiesto specifici provvedimenti legislativi tesi a ristrutturare e riformare non solo gli aspetti finanziari della gestione, ma, soprattutto, la natura del contesto normativo, delle relazioni con altre istituzioni pubbliche, l'identificazione dei campi di competenza e così via. Così, la trasformazione di una *Public Enterprise* in una *Limited Company* ha richiesto spesso normative *ad hoc* per ogni settore coinvolto, con profonde revisioni degli atti organizzativi e statutari di quegli "enti pubblici" essi stessi incarnanti un'indistinta pubblica utilità¹². Nelle esperienze anglosassoni, le azioni della nuova *company* venivano assegnate al *Secretary of State*, che fu così investito di un ampio potere di governo dell'azienda. Tali facoltà, tuttavia, furono controbilanciate sia dalla presenza di *independent commissions* specifiche per ogni settore (che per le *public utilities* divennero *public authorities*), sia dal ruolo del *National Audit Office* e del *Public Account Committee*.

Agli aspetti normativi e istituzionali si associarono rilevanti riorganizzazioni delle società privatizzate. Ad esempio, al fine di accentuare la pressione competitiva si è cercato di far interagire una molteplicità di soggetti in luogo della grande impresa pubblica¹³. In altri casi, le ristrutturazioni organizzative sono state dettate anche dall'evoluzione del quadro normativo, come nel caso della privatizzazione di *British Rail*, seguita all'emanazione della direttiva comunitaria n. 440/1991, che promuoveva la separazione fra capitali infrastrutturali dei servizi pubblici (nella fattispecie, le rotaie e le stazioni) dalla gestione del traffico su di esse (merci e persone). Ciò ha reso necessaria la separazione del monopolio verticalmente integrato della *British Rail* pubblica in diverse società specializzate nella gestione del traffico o delle infrastrutture.

Nell'esperienza francese il processo di riorganizzazione delle imprese pubbliche non è stato così marcato come nell'esperienza britannica. In Francia, infatti, non ci sono stati grandi avvicendamenti nel management, né nelle strutture dell'offerta in essere: le privatizzazioni sono state viste come strumento di politica industriale ed economica per due ordini di finalità: rafforzare il tessuto produttivo nazionale attraverso la ridefinizione degli assetti proprietari e perseguire la diffusione dell'azionariato¹⁴.

¹² E' stato il caso del settore aerospaziale, del trasporto, del gas e così via, con gli *British Aerospace Act* del 1980, *Transport Act* del 1981, *Civil Aviation Act* del 1980, *Telecommunication Act* del 1984, *Airports Act* del 1986, *Gas Act* del 1986, *British Steel Act* del 1988 e *Water and Electricity Acts* del 1989.

¹³ E' stato il caso della *National Bus Company* nell'ambito del citato *Transport Act* del 1985 oppure del *Water Act* del 1989 che ha portato alla frantumazione del monopolista nazionale in tante *Water Authorities* regionali, al fine di implementare una situazione di competizione emulativa fra di esse.

¹⁴ In luogo di tanti atti legislativi specifici per ogni settore, in Francia si è adottata la via del quadro normativo generale. La legge 13/2/82 ha consentito la trasformazione degli statuti di molte imprese pubbliche in *société mixte* strutturata come Spa, ha istituito l'*Haute Conseil du Sector Publique*, ha rafforzato la separazione dei ruoli fra Stato e Gestori (anche se pubblici) dei settori di pubblica utilità attraverso l'istituzione dei Contratti di Programma, tutelando e promuovendo l'autonomia gestionale. Tale legge ha reso possibile l'avvio di un profondo processo di riorganizzazione anche su base territoriale. La legge 2/7/86 fu il preludio del biennio delle intense privatizzazioni francesi, reso possibile dal buon sedimentarsi degli effetti della legge del 1982 sopra citata. Con quella del 1986 si sono, quindi, definiti i criteri, le responsabilità e le tecniche da adottarsi nelle privatizzazioni. Un mese dopo, la legge 6/8/86 ha definito le procedure specifiche per le dismissioni pubbliche. Specificando le formule di dismissione mista (come vedremo, in parte OPV ed in parte vendita diretta), il ruolo dello Stato all'indomani delle privatizzazioni e, dopo una serrata lotta fra Chirac e Mitterand, un tetto del 20% agli investitori stranieri. Tale normativa generale ha consentito una rapida privatizzazione (un anno e due mesi) di ben 65 società, 1.454 imprese, 755.000 lavoratori generando 15.000.000 di sottoscrizioni e movimentando 300 milioni di Ff su una capitalizzazione della Borsa di 1.200 milioni di Ff.

Il processo di definizione dell'OPV su un'ex-impresa pubblica si basa, quindi, su una straordinaria opera di riorganizzazione dei settori interessati affatto trascurabile e consta di una prima fase di definizione di che cosa si privatizza, cioè di che cosa costituisce *l'asset* della società in vendita, e di conseguente trasformazione della stessa per consentirne il collocamento tramite il mercato borsistico.

Politiche e strategie di collocamento: la scelta del “lotto di vendita”

Una basilare decisione deve essere deliberata inizialmente onde far partire un processo di privatizzazione: la quota della proprietà pubblica della SpA da cedere agli investitori istituzionali e privati. Il capitale sociale in vendita può, infatti, consistere nella totalità delle azioni, in un pacchetto di controllo, in una minoranza comunque significativa o solo in quote residuali.

Questa decisione, al di là delle conseguenze di natura tecnica e finanziaria che comporta, deve essere innanzitutto considerata come una scelta strategica di fondo che contribuisce in modo determinante a definire le finalità di ogni privatizzazione, e va effettuata di volta in volta sulla base delle caratteristiche di ciascuna società da collocare e del settore in cui la stessa opera. La scelta del lotto di vendita, e quindi la decisione in merito a quale grado di presenza pubblica diretta mantenere nella società da privatizzare, va pertanto inserita nella più ampia valutazione relativa alle politiche di regolazione dei settori nei quali si ritiene necessario realizzare il superamento del modello basato sull'intervento pubblico diretto, ed influisce sulla scelta del tipo di *regulation* da applicare al settore una volta completato il processo di collocamento.

La determinazione del **lotto di vendita** è, inoltre, rilevante anche da un punto di vista strettamente finanziario per due ordini di ragioni:

- I. La messa sul mercato dell'intera proprietà della Società pubblica, o quanto meno di una quota di maggioranza, genera tendenzialmente maggiore interesse, in quanto incentiva all'acquisto anche investitori “industriali”, ovvero interessati all'azienda in quanto intenzionati ad acquisirne il controllo e/o la gestione, mentre dismissioni di quote minoritarie sono rivolte in prevalenza ad “investitori puri”, cioè a soggetti il cui scopo è esclusivamente quello di ottenere una rendita finanziaria dalla partecipazione. Di fatto, la totalità delle privatizzazioni effettuate in Italia avevano come obiettivo ultimo la cessione della quota di controllo da parte dello Stato, ma spesso tali operazioni sono state suddivise in *tranches* di diversa portata, in base alla quale veniva selezionata la procedura ritenuta più idonea;
- II. La decisione concernente le quantità di azioni da collocare, cioè di quanto espanderne l'offerta sui mercati finanziari, pone il problema della **capacità di assorbimento da parte del mercato mobiliare degli stock di azioni** offerte. Il concetto di capacità di assorbimento del mercato finanziario è collegato sia alla consistenza dei flussi di risorse finanziarie convogliate nel settore degli investimenti azionari, sia alla numerosità e solidità strutturale degli operatori che vi operano. Il rischio di un'insufficiente capacità di assorbimento (più probabile per operazioni di collocamento di grandi quantità di titoli) può tradursi in effetti negativi sui corsi dei titoli collocati per eccesso di offerta rispetto alla domanda, e deve essere oggetto di attenta valutazione da parte dei responsabili dell'operazione, anche perché un eventuale insuccesso del collocamento può comportare conseguenze molto gravi sia sul piano economico, sia su quello politico.

Il problema della **capacità di assorbimento del mercato finanziario** va considerato anche in relazione ai **rischi di spiazzamento dell'offerta (*crowding-out*)** di attività finanziarie a seguito del collocamento delle azioni in sede di OPV; ovvero, è necessario valutare attentamente il rischio che l'immissione sul mercato di grandi controvalori di titoli delle società privatizzande possa comportare un crollo della domanda delle altre attività finanziarie già presenti sul mercato, con conseguenti ripercussioni sul mercato nel suo complesso. Nella definizione del lotto di vendita è, quindi, necessario effettuare sempre un'approfondita analisi sulla domanda potenziale del mercato

finanziario, ovvero degli effetti indotti dal collocamento del lotto ipotizzato sui corsi dei titoli azionari, onde minimizzare i rischi di effetti indesiderati sul versante del prezzo¹⁵. Se le scelte riguardanti il lotto ottimale di azioni da collocare incidessero anche sulla quotazione delle azioni stesse, infatti, ciò potrebbe complicare il perseguimento di altri obiettivi nella strategia di privatizzazione, quali, ad esempio, la definizione di prezzi particolarmente vantaggiosi per piccoli azionisti, dipendenti e così via, ai quali s'intende fornire l'incentivo di un probabile *capital-gain*.

Di estrema rilevanza per il successo della strategia di collocamento è la decisione di mettere in vendita quote di azioni cui corrisponde il controllo dell'impresa oppure solo di partecipazione minoritaria alla proprietà della stessa. La scelta fra tali opzioni dipende ovviamente dagli obiettivi di politica industriale e finanziaria che informano l'intera strategia di privatizzazione.

Negli Stati Uniti la maggiore efficienza dei mercati finanziari ha reso più praticabile e frequente la dismissione o scambio di grandi lotti azionari ha generato l'istituzionalizzazione dei processi di *large blocks trading*¹⁶, ovvero il collocamento di lotti di azioni di dimensioni rilevanti, codificati e regolamentati con l'esplicita creazione di sindacati d'acquirenti.

Il trasferimento di un *large block* nell'ambito di un mercato borsistico più ristretto e meno efficiente come quello italiano, risulta invece potenzialmente molto più rischioso, dato l'impatto di una ancorché lieve variazione di prezzo per così ingenti quantità di titoli, tale da rendere non semplice la ricerca di intermediari disposti a svolgere tale collocamento, ovvero, amplificandone i costi di transazione. Anche per tale motivo si tende a portare "fuori mercato" la maggioranza degli scambi di tale portata. Ciò pone nuovamente la improrogabile questione dell'incremento dell'efficienza del mercato finanziario anche in Italia attraverso una sua maggior trasparenza, chiarezza e molteplicità. L'assenza di azioni in tal senso, infatti, amplifica i problemi legati alla ristrettezza del mercato, alla sostanziale penuria di intermediari *risk-takers (dealers e specialists)*, rendendo, di conseguenza, poco affidabili i processi di dismissione e creando ampi spazi per tacite speculazioni.

Se, infatti, in sistemi finanziari estesi e regolamentati in modo efficiente come quelli di USA, Gran Bretagna e Francia, i collocamenti di grandi lotti non turbano più di tanto i mercati, enfatizzandone la capacità di assorbimento e moltiplicandone l'efficienza con una crescita del listino, in Italia, all'epoca dell'avvio delle privatizzazioni, lo scambio dei grandi lotti, non essendo efficacemente regolamentato, raggiungeva un livello di segretezza tale da isolarlo dai canali più tradizionali del mercato mobiliare, perpetuandone l'inconsistenza e l'inefficienza. Ciò rappresentò, fra l'altro, un vincolo alla diffusione di tali transazioni, che si riducevano a privilegio di una minoranza di operatori selezionati, inibendo il ricorso a tale canale di collocamento ed ostacolando i processi di privatizzazione. Se efficiente e trasparente, il ricorso alle tecniche di *large block trading* nella strategia di collocamento di azioni di imprese pubbliche potrebbe, infatti, rivelarsi estremamente utile, poiché esso consentirebbe di abbattere il livello di rischiosità, stabilizzare i corsi ed eventualmente godere del sovrapprezzo per la vendita del pacchetto di maggioranza (o minoranza qualificata).

Il perfezionamento degli istituti dell'OPV (Offerta Pubblica di Vendita) e dell'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto), la regolamentazione e l'incentivazione alla nascita di efficienti consorzi di garanzia per il collocamento¹⁷, il potenziamento delle Sim e così via, sono altri passi nel senso di una maggiore efficienza e capacità del mercato dei cosiddetti titoli di proprietà. Sarebbe, cioè, possibile far affidamento su un flottante potenziale sufficiente sia alla distribuzione di modesti quantitativi di titoli a un gran numero di soggetti, sia per l'applicazione di strategie di *large block*

¹⁵ La privatizzazione del 49,9% della proprietà della Renault in Francia, ad esempio, ha evidenziato diversi problemi di assorbimento da parte dei piccoli risparmiatori. Rispetto agli straordinari eccessi di domanda sull'offerta di titoli delle ex-imprese pubbliche, infatti, la prima tranche di azioni (15%) della Renault dismessa dal governo francese ha segnato una domanda solo 1,4 volte superiore all'offerta. Occorre, tuttavia, sottolineare che uno straordinario successo è stato registrato sul versante delle sottoscrizioni da parte dei dipendenti (fra il 60 ed il 70%); inoltre, gli investitori istituzionali francesi ed internazionali hanno risposto con una domanda ben 15,5 volte maggiore della quota loro offerta. La buona accoglienza di tali titoli, pur in un momento non certo fra i migliori della congiuntura borsistica francese, è evidenziata anche dalla lievitazione del corso del titolo collocato a 165 franchi ed attestatosi subito fra i 177 e 179 franchi.

¹⁶ Secondo le regole statunitensi, si definisce *block trading* la cessione o l'acquisto in un'unica soluzione di almeno 10.000 azioni della stessa compagnia. Esso si pone in alternativa al tradizionale *round-lot trading*, in cui i *dealer* fisicamente presenti in borsa trattano in forma continuativa lotti di titoli mediamente oscillanti fra le 100 e le 200 unità.

¹⁷ Detto consorzio coniuga il servizio di *brokeraggio*, teso a reperire le controparti idonee a chiudere la transazione, con una funzione di garanzia in cui procedere all'accollo in proprio dei titoli invenduti ad un prezzo minimo prestabilito, finirebbe col creare una situazione efficiente quanto quella prospettata nel caso statunitense.

trading sui pacchetti di controllo per coniugare massimizzazione dell'introito dalle vendite con la diffusione dell'azionariato.

Le riflessioni ora riportate discendono dall'applicazione della "Teoria del Portafoglio Ottimale" nell'ambito della più generale moderna teoria finanziaria. Essa, in estrema sintesi, sottolinea il fatto che non è sempre possibile definire in modo certo il valore di un'attività, di un bene. In particolare, quando un investitore possiede più attività con rendimenti incerti (quali le azioni) e tra loro correlati (com'è il caso di una *holding* S.p.A.), il valore di ogni singola attività o investimento risulta definito solo se considerato nel contesto del portafoglio complessivo del quale fa parte. Il valore di un'impresa, dunque, dipende dal sistema di relazioni nel quale essa è inserita, dal quale dipende il suo stesso rendimento. Così, la definizione del lotto ottimale di vendita coincide con il passaggio da una configurazione non ottimale a un'altra considerata, quanto meno, migliore.

Come in ogni fase di passaggio, esistono costi di transazione derivanti dall'alterazione della struttura del mercato e dalla volontà di incentivare la formazione di particolari configurazioni finali del mercato stesso (ad esempio, la diffusione dell'azionariato). La definizione del lotto di vendita dovrebbe quindi essere ottimizzata tenendo conto:

- del settore di appartenenza;
- della dimensione relativa del mercato cui ci si rivolge
- dei costi di transazione derivanti dalle diverse procedure di cessione (differenza fra profitto potenziale massimo o atteso e ricavo netto conseguito).

La determinazione del prezzo delle azioni delle imprese pubbliche da collocare tramite OPV.

La definizione del prezzo di vendita di imprese pubbliche sul mercato costituisce un prioritario problema, poiché il prezzo dovrebbe rappresentare la sintesi di motivazioni, obiettivi e considerazioni assai diverse, spesso difficilmente conciliabili, fra di loro: garantire il successo dell'intera operazione senza farla considerare una svendita, stimolare l'azionariato diffuso e, al contempo, cercare di massimizzare gli introiti e così via.

La scelta relativa al prezzo di collocamento sul mercato è quindi ben più che un semplice esercizio di calcolo finanziario, ma è una decisione che riveste una significativa valenza nell'orientare una privatizzazione verso gli obiettivi che si sono individuati come prioritari, e deve tenere in considerazione:

- l'effettivo valore economico-patrimoniale della società da privatizzare;
- le caratteristiche strutturali e le aspettative sull'andamento futuro del settore in cui l'impresa opera;
- le caratteristiche della regolazione attuale applicata al settore e le aspettative in merito alle modifiche al quadro regolatorio successive alla privatizzazione;
- gli obiettivi di politica industriale ed economica che si intendono perseguire con la privatizzazione.

Il primo passo per la determinazione del prezzo di vendita consiste nell'individuazione del valore economico dell'impresa (il cosiddetto *fair value*), che può essere definito sulla base di approcci diversi:

- I. Un primo criterio valutativo sottolinea gli aspetti di natura più marcatamente contingente, che fanno riferimento all'andamento del ciclo economico. A tale approccio si associa di norma il **metodo di stima reddituale**, fondato sull'osservazione dell'andamento medio del titolo sul mercato (per società già quotate), del flusso dei dividendi prospettati, della dinamica storica degli utili d'esercizio e dei margini operativi lordi e delle aspettative sui

risultati economici ed operativi futuri. Tale metodo calcola quindi il valore dell'impresa tramite l'attualizzazione del relativo flusso di redditi attesi per un dato periodo temporale.

- II. Un secondo approccio si focalizza sugli aspetti strutturali e patrimoniali dell'impresa. Esso, cioè, mira ad individuare il potenziale valore economico-finanziario dell'impresa oggetto di valutazione, prescindendo dalle circostanze attuali, ma determinando il valore intrinseco degli *asset* materiali ed immateriali oggetto di dismissione (**metodo di stima patrimoniale**). Una variante di questo metodo, adottata in diverse operazioni di rilievo anche in Italia, è costituita dal c.d. **metodo dei multipli comparabili**, in base al quale il valore dell'impresa quotanda è ricavato osservando i dati fondamentali e la capitalizzazione di imprese già quotate, simili per settore di attività e dimensione.

E' importante sottolineare che **la scelta del metodo di calcolo** da utilizzare deve essere effettuata con attenzione in base alle caratteristiche strutturali e regolatorie del settore considerato. L'applicazione di un criterio di tipo reddituale che stimi i futuri flussi attesi di rendimento in base all'andamento storico dei risultati dell'impresa può, infatti, non essere adatta a determinarne il valore prospettico se, a seguito della privatizzazione, il settore subirà radicali modifiche strutturali (ad esempio passando da una situazione di monopolio ad un regime di concorrenza) che ne altereranno le dinamiche reddituali. All'opposto, la stima del valore sulla base del complesso degli *asset* disponibili può essere estremamente complicata, quando non addirittura falsata, nel caso di imprese pubbliche che nell'esercizio della propria attività facciano necessariamente uso di infrastrutture di proprietà dello Stato.

Va infine ricordato che per le imprese pubbliche il metodo reddituale può risultare fuorviante rispetto a quello patrimoniale, in quanto il primo enfatizza risultati di gestione economica (il profitto) che non possono essere certamente massimizzati da gestioni orientate istituzionalmente verso altri obiettivi¹⁸ (piena occupazione, investimenti in zone depresse e così via). La società ferroviaria francese SnCF, ad esempio, è riconosciuta come una fra le società più efficienti del mondo, sul piano tecnico e gestionale, tuttavia, gli sforzi tesi a potenziare la rete ferroviaria nazionale si tradussero in risultati di esercizio che a un'analisi tecnica dozzinale sarebbero parsi non soddisfacenti, anche se, nel tempo, ciò ha prodotto oggettivi vantaggi comparati¹⁹.

Una volta stimato il valore dell'impresa da privatizzare, bisognerà poi determinare il prezzo di collocamento sul mercato. La **strategia di pricing** è di straordinaria importanza, per l'efficacia complessiva di un'operazione di privatizzazione. Un prezzo troppo alto potrebbe, infatti, tradursi in un fallimento del collocamento e, in seguito, in una sua scarsa appetibilità sul mercato secondario; al contrario, una vendita a prezzo troppo basso aumenterebbe i rischi di svendita, potrebbe costituire una sorta di perdita pubblica in conto capitale, oltre a deprimere l'introito nelle casse pubbliche.

Nelle dismissioni attraverso OPV, la determinazione del prezzo di collocamento delle azioni può avvenire attraverso due modalità:

1. tramite la definizione di un **prezzo fisso** determinato a partire dalla stima del valore della società secondo uno dei metodi sopraindicati, aggiustato poi in base degli obiettivi della privatizzazione, e la successiva assegnazione di azioni ad un sindacato di collocamento, con ripartizione delle quantità di azioni in relazione ai volumi richiesti, o in base ad un sistema di precedenza stabilito prima della pubblicazione dell'offerta stessa. Come illustrato nel Capitolo 4, le motivazioni che giustificano il ricorso a tale metodo riguardano

¹⁸ E' ovvio che se un'impresa ha perseguito, ad esempio, gli obiettivi A e B non potrà essere valutata sulla base di indicatori che implicano il perseguimento dell'obiettivo C; sarebbe semplicemente fuori luogo: trattandosi spesso di imprese nazionalizzate in seguito a fallimenti del settore nel quale operavano, è ovvio che esse siano state acquistate dallo Stato per porre in essere politiche diversamente orientate rispetto al profitto.

¹⁹ Una battuta può essere più utile di un giro di parole. La tanto discussa iniziativa franco-inglese del tunnel sotto il canale della Manica si è tradotta in un interessante paragone pubblico-privato: i Tgv (francesi) partono da Parigi a straordinaria velocità, percorrono altrettanto velocemente il tunnel, facendo pensare di aver trovato un'alternativa reale all'aereo, una soluzione ai problemi di intasamento della linea aerea Parigi-Londra (in generale franco-inglese), invece, uscito dal tunnel il Tgv deve viaggiare verso Londra a circa 80 Km/ora perché in Inghilterra non si è ancora trovato quel privato disposto a finanziare con capitale proprio una linea di alta velocità ferroviaria. In Italia, invece, si è trovata soluzione al finanziamento degli investimenti per l'alta velocità costituendo una società che si definisce mista (pubblico-privata) dove, tuttavia, gli azionisti privati sono sostanzialmente coperti da eccessivi rischi sul capitale investito. Chi coprirebbe tali rischi? ... Proprio quello stesso Stato che ritiene di aver realizzato una privatizzazione sostanziale. La saggezza popolare direbbe che si è fatto uscire un problema dalla porta per farlo rientrare dalla finestra.

eminentemente il perseguimento di obiettivi di tipo redistributivo (ad esempio, di diffusione dell'azionariato o di allargamento della partecipazione ai dipendenti, o, più in generale, di creazione di quelle opportunità di *capital gain* in grado di attrarre risparmi altrimenti allocati in altre passività più tradizionali quali i titoli del debito pubblico);

- tramite il metodo dell'*accelerated book building*, che prevede la raccolta preventiva da parte delle società finanziarie incaricate della dismissione di richieste di acquisto, nelle quali i richiedenti indicano le quantità domandate ed il prezzo che sono disposte a pagare; dopo aver raccolto le offerte, le società di collocamento fissano il cosiddetto *striking price* (cioè quel prezzo in corrispondenza del quale la domanda eguaglia l'offerta), procedendo, quindi, a collocare le azioni a coloro che offrono un prezzo uguale o superiore. Questo metodo di definizione del prezzo, detto di *tender offer*, ha indubbiamente il pregio di essere assai più oggettivo e trasparente rispetto al primo, simulando meglio le condizioni di contrattazione che portano a definire un prezzo di mercato; tuttavia, esso non consente alcuna politica redistributiva, cioè non permette di perseguire strategie sugli assetti proprietari desiderati.

Per conciliare gli obiettivi finanziari della privatizzazione con le altre finalità ad essa assegnata, esiste anche la possibilità di applicare **forme miste di pricing**²⁰, ovvero di collocare le azioni dell'impresa da privatizzare in parte tramite una OPV a prezzo fisso ed in parte con il metodo del *book building*.

Il ricorso ad una strategia mista si spiega anche con il fatto che il meccanismo “ad asta” richiede una maggior informazione da parte degli operatori partecipanti, quali gli investitori istituzionali, il che renderebbe decisamente onerosa ed imperfetta l'operazione di diffusione dell'azionariato presso piccoli risparmiatori, che richiede, al contrario, politiche precise di incentivazione di prezzo, perseguibili tramite l'OPV a prezzo fisso.

L'I.P.O.: procedure e fenomeni di underpricing

Quando nel corso di una privatizzazione una Società colloca per la prima volta le proprie azioni su un mercato regolamentato, tale procedura viene definita **Offerta Pubblica Iniziale** o **I.P.O.** (dall'inglese *Initial Public Offering*). Si avvia una IPO quando una società per azioni decide di aumentare il proprio capitale offrendo, ovvero “collocando”, le sue azioni (esistenti o di nuova emissione) sul relativo Mercato Finanziario Regolato, ovvero al “**public**” (public = collettività) di riferimento, per quel tipo di Mercato, per la prima volta. In una IPO, l'emittente, o società che raccoglie capitale, introduce una società di sottoscrizione o una banca di investimento, per aiutare a determinare il miglior tipo di sicurezza da emettere, offrendo prezzo, quantità di azioni e tempi per l'offerta di mercato.

In **Appendice** un approfondimento è stato predisposto. Ad esso si rimanda.

In linea generale un'I.P.O. può essere strutturata secondo tre diverse modalità:

- **Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS)**, ovvero la possibilità data agli investitori di sottoscrivere azioni di nuova emissione, rese disponibili a seguito di un aumento di capitale della Società;
- **Offerta Pubblica di Vendita (OPV)**, ovvero l'alienazione di azioni già esistenti in possesso degli attuali azionisti;
- **Offerta Pubblica di Vendita e di Sottoscrizione (OPVS)**, ovvero il ricorso congiunto alle due modalità precedenti.

Nel caso della privatizzazione di imprese pubbliche, però, di fatto si ricorre in prevalenza alla formula dell'OPV, o al limite dell'OPVS, dal momento che tale modalità operativa consente di perseguire simultaneamente diversi obiettivi tipici dei processi di privatizzazione, che non

²⁰ La privatizzazione della British Airport Authority, ad esempio, è avvenuta con una OPV a prezzo fisso (*offer for sale*) per il 75% dei 500 milioni di azioni da collocare, mentre per il restante 25% si è ricorso al *tender offer*. Quest'ultimo sistema ad asta è stato applicato per la seconda fase di dismissione della British Telecom, riservando l'asta agli investitori istituzionali, mentre il metodo del prezzo fisso è stato utilizzato per i piccoli azionisti e dipendenti.

potrebbero invece essere raggiunti tramite una OPS. In quest'ultima tipologia di collocamento, infatti, poiché vengono vendute sul mercato azioni di nuova emissione mantenendo però i titoli preesistenti in capo ai soggetti che già li detenevano, l'operazione non consentirebbe di realizzare la auspicata uscita degli azionisti pubblici dalla compagine proprietaria della Società, ed i capitali raccolti con la cessione delle nuove azioni confluirebbero nel patrimonio della Società stessa, impedendo allo Stato di utilizzarli per le già citate finalità di risanamento di conti pubblici che molto frequentemente sono tra le ragioni principali delle politiche di privatizzazione. Per contro, in una OPV, gli azionisti già presenti nel capitale dell'azienda (in questo caso lo Stato) cedono, in parte o integralmente, i loro titoli, riducendo o addirittura annullando la propria partecipazione e conseguendo in contropartita il diritto di disporre dei capitali raccolti.

La decisione strategica in merito alla quotazione in Borsa deve essere presa valutandone costi e benefici. I principali **benefici** che possono derivare dalla quotazione dell'impresa sono:

- La quotazione in Borsa rende contendibile l'impresa, il che rende possibile l'ingresso nella compagine proprietaria di numerosi investitori e crea per il *management* quell'incentivo al perseguimento dell'efficienza difficilmente ottenibile nelle imprese a proprietà pubblica;
- La quotazione nell'ambito di processi di privatizzazione può consentire l'ingresso di nuovi soci potenzialmente in grado di apportare *know-how* specifico in grado di incidere positivamente sui risultati operativi dell'impresa.
- Dato l'obbligo di fornire una serie di informazioni estremamente precise, la quotazione su un mercato regolamentato costituisce un'importante occasione per la S.p.A. pubblica per effettuare una sistematica analisi dei propri processi interni e per dotarsi di sistemi informativi efficienti, con positive ricadute prospettive sulla gestione dell'impresa stessa.
- Possono essere previsti incentivi fiscali legati alla quotazione di un'impresa sul mercato borsistico.
- Infine, la quotazione può rappresentare un'opportunità per sfruttare momenti particolarmente favorevoli nel ciclo del mercato finanziario, traendo vantaggio da un *pricing* favorevole dei titoli sul mercato.

Oltre ai benefici sopra descritti, la quotazione in Borsa comporta anche dei costi, in parte direttamente connessi alla procedura di ammissione al mercato, e dunque sostenuti solo al momento della quotazione, ma in parte anche legati allo status di impresa quotata, e dunque da corrispondersi in via continuativa anche nel corso degli esercizi futuri. Schematicamente, i costi diretti della procedura di quotazione possono essere costituiti da:

- costi delle consulenze finanziarie, strategiche e legali necessarie;
- costi delle pratiche amministrative (ad esempio per eventuali modifiche statutarie);
- costi per la redazione della documentazione richiesta dall'Autorità di vigilanza;
- costi di marketing per la predisposizione e diffusione del prospetto informativo presso i potenziali investitori e per la successiva promozione dell'offerta tramite incontri e *road-show*;
- compenso per gli intermediari che cureranno il collocamento sul mercato;
- *fee* da corrispondere alla società di Borsa al momento dell'ingresso nel listino;
- infine, non essendovi è certezza *ex ante* sul valore delle azioni offerte, la Società potrebbe incorrere anche nel costo di *underpricing*: potrebbe cioè sostenere un costo opportunità fissando un prezzo per il collocamento delle azioni sensibilmente inferiore rispetto al valore del titolo che andrà poi a determinarsi sul mercato.

Sul piano operativo, una I.P.O. per il collocamento borsistico di una società pubblica si articola in una sequenza di fasi:

- 1) la prima fase, comune a tutte le operazioni, consiste nella selezione e nomina di un *advisor*, ovvero di un intermediario che svolgerà funzioni di consulenza durante l'intero processo, il quale, insieme al Comitato di Consulenza Globale e di Garanzia per le Privatizzazioni, contribuisce alla definizione delle modalità di vendita.
- 2) La seconda fase prevede la scelta delle modalità di offerta delle azioni da collocare. Nell'ambito delle privatizzazioni di aziende pubbliche, come si è visto, tipicamente le formule base tra cui scegliere sono due:

- l'**Offerta pubblica di vendita**, la quale, offrendo la possibilità a qualsiasi soggetto interessato di acquistare i titoli in collocamento, mira a coinvolgere il maggior numero di investitori possibili, in risposta ad un'esigenza di ampliare la diffusione della proprietà presso determinate categorie di acquirenti (in particolare piccoli risparmiatori). Una variante molto utilizzata per operazioni di importo e rilevanza particolarmente significativa è l'**Offerta globale di vendita**, che consiste in un'offerta di azioni di largo mercato indirizzata al pubblico indistinto e ad investitori istituzionali esteri e professionali italiani, ed è composta da un collocamento domestico e da un collocamento internazionale;
- la **Trattativa Privata**, adottata sia per le privatizzazioni di minori dimensioni, in virtù della sua maggiore semplicità procedurale, sia per i collocamenti di Società operanti in settori cui lo Stato attribuisce elevata valenza strategica, allo scopo di garantire una preventiva selezione dei potenziali acquirenti e la concentrazione della proprietà in mano ad un più ristretto numero di investitori, in grado di garantire la *governance* della *Public Utility* privatizzata.

In numerosi casi, ed in particolare per la privatizzazione di grandi *utilities* o di imprese pubbliche di rilievo economico nazionale, lo Stato italiano ha optato per una **soluzione mista** tra queste, che coniuga la formulazione di una OPV rivolta ad una vasta platea di piccoli investitori e risparmiatori nazionali ed internazionali, con il collocamento tramite trattativa privata di una quota di rilievo del pacchetto azionario finalizzata alla costituzione di un nucleo stabile di azionisti.

La struttura dell'Offerta Pubblica di Vendita

Offerta pubblica di vendita	L'offerta pubblica è parte di un'Offerta Globale nell'ambito della quale è previsto oltre all'offerta pubblica, un collocamento privato destinato agli investitori Istituzionali (professionali italiani e Istituzionali esteri).
Selezione dei Consulenti: Global Coordinator, Consulenti legali, Consulente di comunicazione, Agenzia di pubblicità, Valutatore	Selezione mediante sollecitazione di offerte: -invio ad un numero congruo di Istituzioni (10-15) di una lettera di invito a presentare offerta; nell'offerta deve essere indicata l'esperienza della società nel settore di riferimento, il team che si prevede di utilizzare per lo svolgimento dell'incarico, il tempo dedicato al progetto, nonché il compenso richiesto; -costituzione di una Commissione di valutazione, che predetermina i criteri ed i pesi da attribuire alle singole componenti dell'offerta; - formazione della graduatoria e di una short list di Istituzioni da invitare ai colloqui; -.selezione del vincitore. Affidamento degli incarichi.
Costituzione dello Steering Committee	Lo Steering Committee al quale partecipano rappresentanti del venditore, della società oggetto di cessione e dei consulenti, ha il compito di coordinare tutte le operazioni propedeutiche alla privatizzazione e di monitorarne il loro avanzamento. Solitamente vengono costituiti sotto gruppi per aree tematiche (documentazione, campagna pubblicitaria, struttura dell'offerta).
Predisposizione del prospetto informativo relativo all'offerta.	Il prospetto informativo, da redigere ai sensi degli artt. 94 e 113 del Dlgs 24 febbraio 1998, n. 58 e del Regolamento Consob n. 11971 del 1999, contiene tutte le informazioni relative alla società e all'offerta rivolte ai sottoscrittori. Il prospetto viene depositato in Consob ai fini del rilascio del nulla osta alla pubblicazione.
Campagna pubblicitaria	La fase istituzionale della campagna pubblicitaria (presentazione della società) viene avviata prima del nulla osta Consob. Dopo il nulla osta si avvia la pubblicità sul contenuto dell'offerta.
Definizione delle caratteristiche dell'offerta.	Prima dell'inizio dell'offerta globale viene stabilito l'ammontare minimo e gli eventuali destinatari di tranches riservate nell'ambito dell'offerta pubblica, gli incentivi all'acquisto, le modalità di adesione e i criteri di riparto per i sottoscrittori, nonché l'eventuale ripartizione geografica dell'offerta Istituzionale e il periodo di offerta.
Road show	Prima dell'avvio dell'offerta globale il management presenta la società agli investitori Istituzionali sulle principali piazze finanziarie oggetto di offerta.
Book-building	A distanza di qualche giorno dal road show viene avviato il book-building, ossia il processo di raccolta di ordini provenienti dagli investitori Istituzionali. Il processo termina alla chiusura dell'OPV.

Prezzo massimo di offerta	Entro due giorni precedenti l'inizio dell'offerta pubblica, viene fissato il prezzo massimo che tiene conto, tra l'altro, delle condizioni di mercato, nonché degli ordini di acquisto raccolti nel corso del <i>book building</i> .
OPV	Il periodo dell'offerta pubblica di vendita coincide con l'ultima settimana di <i>book-building</i> . L'offerta è rivolta al pubblico indistinto dei risparmiatori, inclusi di norma i dipendenti della società.
Prezzo istituzionale	Al termine del periodo di offerta (<i>book-building</i> e OPV) viene determinato il prezzo istituzionale, sulla base delle indicazioni di interesse (prezzo/quantità) espresse dagli investitori, delle condizioni dei mercati e della domanda generata dall'OPV.
Prezzo dell'OPV	Il prezzo applicabile all'OPV viene solitamente ad essere il minore tra: - (se quotata) il prezzo ufficiale delle azioni della società registrato sul MTA nell'ultimo giorno di offerta pubblica; - il prezzo istituzionale; - il prezzo massimo di offerta.
Allocazione delle azioni	Tenuto conto della qualità e della quantità di ordini ricevuti, anche sulla base di parametri predeterminati, il venditore decide sull'allocazione di azioni agli investitori istituzionali, una volta stabilito il quantitativo di azioni da attribuire al pubblico dei sottoscrittori.
Pagamento del prezzo e girata delle azioni (<i>closing</i>).	
<i>Green shoe</i>	Successivamente all'offerta globale i coordinatori dell'offerta globale esercitano, ove prevista e per un periodo di tempo predeterminato, attività di stabilizzazione del prezzo dei titoli attraverso l'utilizzo della <i>green shoe</i> .
Pagamento delle azioni <i>green shoe</i> (2° <i>closing</i>).	Alla scadenza del periodo riservato alla stabilizzazione, si procede al regolamento delle azioni acquistate attraverso l'esercizio della <i>green shoe</i> .

Fonte: Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica, *Libro Bianco sulle privatizzazioni – aprile 2001*.

I fenomeni di underpricing nei settori delle public utilities

Le strategie di collocamento di azioni di imprese pubbliche che fanno esplicito ricorso al mercato finanziario, com'è il caso delle OPV, presentano sempre dei problemi di scostamento del prezzo di collocamento da quello che si registra immediatamente prima e, soprattutto, immediatamente dopo l'operazione.

Qualora si tratti di normali oscillazioni marginali o di fluttuazioni legate strettamente all'andamento generale dei corsi azionari, non si imputano tali variazioni di prezzo ad un'errata formulazione del prezzo di collocamento. Assai spesso, tuttavia, si è registrato un'importante incremento nei prezzi delle azioni di ex-imprese pubbliche all'indomani del loro collocamento, facendo parlare di fenomeni di *underpricing*, ovvero di "svendita" dell'impresa privatizzata ad un prezzo inferiore rispetto al suo reale valore.

Col termine *underpricing* si fa riferimento al differenziale (solitamente negativo) tra il prezzo di collocamento dei titoli azionari e il prezzo registrato sui mercati finanziari nel periodo immediatamente successivo all'offerta stessa, al netto della variazione dell'indice generale di Borsa. Si tratta, cioè, di un *capital-gain* o di uno sconto implicito che nel processo di dismissione viene più o meno volontariamente concesso ai primi acquirenti dei titoli collocati. Il suo valore, ovviamente, è da porre in relazione all'andamento generale dei corsi azionari.

L'*underpricing*, va detto, potrebbe essere il frutto di errori e/o sottovalutazioni dei titoli che si vogliono collocare e non solo di precise strategie redistributive. Errori e sottovalutazioni sono stati effettivamente commessi nel processo di definizione dell'OPV di azioni di imprese pubbliche, facendo da più parti gridare alla svendita. Ma, spesso, il collocamento ad un prezzo che il mercato immediatamente corregge al rialzo non dipende da errori tecnici nel calcolo dello stesso, ma riflette valutazioni di altra natura da parte dei decisori pubblici: un primo fattore che spesso ha inciso nella decisione di tenere basso il prezzo di vendita è dato dal timore dell'eventuale fallimento del collocamento, potenzialmente molto grave in termini di consenso per i responsabili dell'operazione. Altro elemento che può incidere nella sottovalutazione dei prezzi di vendita è stata la prudenza indotta dalla oggettiva difficoltà nel valutare imprese che non solo non erano quotate, ma che spesso per gran parte della loro storia non erano nemmeno mai state delle S.p.A., come era il caso di enti pubblici o delle municipalizzate.

La ragione più frequente del verificarsi di fenomeni di *underpricing* è la loro esplicita ricerca da parte dei responsabili del collocamento, per conseguire predeterminati **obiettivi redistributivi della politica di privatizzazione**. Infatti, siccome l'*underpricing* può essere parzialmente controllato e gestito, si è frequentemente scelto di collocare le azioni delle società da privatizzare tramite OPV a prezzi inferiori rispetto al potenziale valore di mercato al fine di favorire una auspicata distribuzione diffusa della loro proprietà. L'*underpricing* risulta dunque funzionale ad ottenere il maggiore coinvolgimento possibile di piccoli risparmiatori poco informati e tradizionalmente avversi a collocare i propri risparmi in Borsa, ai quali occorre far percepire l'opportunità di *capital gain*, attraverso, ad esempio, collocamenti a prezzo più basso rispetto al valore di mercato ed, eventualmente, al valore di vendita delle medesime azioni ad investitori istituzionali maggiormente informati²¹.

L'elevata elasticità al prezzo della domanda di azioni da parte dei piccoli risparmiatori fa sì che l'*underpricing* sia tanto più perseguito, quanto più forte è il dilazionamento nel tempo del processo di privatizzazione, cioè, come vedremo oltre, quanto più occorre stimolare l'incentivo a partecipare a un processo di collocamento che non si risolve in un'unica OPV, ma si articola in più operazioni successive. In effetti, lo sconto ai primi acquirenti, che godono di alti rendimenti in conto capitale nel brevissimo termine potendo beneficiare della differenza fra valore di mercato stabilito a posteriori e il prezzo stabilito *ex-ante* nell'OPV, è utilizzato per incrementare la credibilità dei programmi del soggetto collocatore, nella fattispecie del governo.

Il fenomeno dell'*underpricing* è tanto più forte quanto più incerta è la redditività futura dell'ex-impresa pubblica, ovvero quanto maggiore è la volatilità dei rendimenti dell'investimento. Nel caso di società pubbliche oggetto di collocamento, un fattore che contribuisce senz'altro a innalzare il relativo grado di rischio può essere costituito dalla scarsa chiarezza e trasparenza delle strategie industriali che ne hanno guidato la privatizzazione e delle regole del gioco nelle quali l'impresa andrà ad operare, il che implica spesso notevoli ed onerosi sforzi di incentivazione, sia in termini di agevolazioni finanziarie che di sconti fiscali, oltre all'*underpricing*, al fine di stimolare un'adequata domanda di azioni.

Riassumendo, al di là di situazioni nelle quali si verificano oggettivi errori di valutazione, l'*underpricing*:

- è spesso legato a obiettivi di tipo redistributivo sugli assetti proprietari;
- risulta generalmente proporzionale alla presenza di asimmetrie informative a sfavore dei piccoli azionisti e alla nebulosità del contesto futuro nel quale opererà l'impresa privatizzata;
- risulta di norma inversamente proporzionale al grado di efficienza del mercato finanziario e alla credibilità del progetto di privatizzazione;

²¹ Tali affermazioni sono confermate dall'osservazione nelle esperienze di Opv francesi e inglesi di una progressiva diminuzione del ricorso all'*underpricing* al ridursi dell'asimmetria informativa sul prezzo d'equilibrio.

- risulta tanto maggiore quanto più ampio è lo *stock* di azioni da collocare e quanto minore è la capacità di assorbimento del mercato finanziario;
- da analisi empiriche, risulta tanto più consistente quando l'OPV non viene accompagnata o preceduta da altre modalità di collocamento presso investitori istituzionali che fungano da traino emulativo per i soggetti meno informati.

Underpricing e Over-subscription nella principali offerte pubbliche italiane

Società	Tranche	Quota di capitale %				Tipo di transazione
		posseduta	(1) venduta	residua alla data del closing	bonus share attribuite	
Anno 1994						
IMI	1	50,00	27,45	22,55	0,45	IPO Offerta globale
INA	1	100,00	47,25	52,75	2,20	IPO Offerta globale
Anno 1995						
ENI	1	100,00	15,00	85,00	0,05	IPO Offerta globale
Anno 1996						
ENI	2	85,00	15,82	69,18	0,37	Offerta globale
Anno 1997						
ENI	3	69,14	17,60	51,54	0,61	Offerta globale Offerta globale e trattativa diretta
Telecom Italia	1	31,84	28,00	3,84	1,18	Offerta globale Offerta globale e trattativa diretta
Anno 1998						
ENI	4	51,16	14,21	36,95	0,99	Offerta globale Offerta globale e trattativa diretta
BNL	1	69,57	67,10	2,47	1,15	Offerta globale
Anno 1999						
ENEL	1	100,00	31,74	68,26	0,68	Offerta globale
Anno 2004						
ENEL	3	50,36	18,87	31,49	0,44	Offerta globale
Anno 2005						
ENEL	4	31,22	9,35	21,87	0,20	Offerta globale

Fonte: Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni.

I dati non tengono conto dell'assegnazione di eventuali Bonus Shares

La strategia dell'OPV verso la public company: dalla proprietà pubblica alla proprietà collettiva

Le privatizzazioni possono rivestire un ruolo importante nello sviluppo della partecipazione di una collettività alla proprietà delle principali imprese del proprio paese, costituendo un'opportunità di riforma del modello partecipativo di cittadini e di dipendenti alla gestione di quelle società che strutturano l'economia del paese, ne sostanziano l'efficienza e l'efficacia generale e contribuiscono a delinearne i connotati d'equità sociale. In tale obiettivo ben si coglie il passaggio da una concezione organicistica di "pubblico" inteso come "dell'autorità di riferimento" a un concetto più anglosassone di *public* inteso come "della collettività". Di seguito si schematizzano obiettivi e finalità di tale opzione strategica di *policy*.

- 1) Un primo spendibile obiettivo delle politiche di diffusione della proprietà collettiva nell'ambito dei processi di privatizzazione può essere l'incentivazione della partecipazione alla gestione delle ex-imprese pubbliche e l'avvio di un più generale processo economico-culturale mirato a stimolare la partecipazione dei cittadini al processo di finanziamento delle strutture produttive e a diffondere il consenso sul "sistema di mercato"²² e, quindi, una maggiore sensibilità alle problematiche economiche della vita politica del paese²³. Il

²² Si pensi allo spostamento di sensibilità anche politica che si è indotto in Gran Bretagna dove il numero degli individui entrati direttamente in possesso di azioni sia aumentato nel corso degli anni ottanta da 3 milioni a 11 milioni, o in Francia, dove la quota di risparmio delle famiglie detenuta in azioni è passata da valori oscillanti attorno all'8-10% a valori superiori al 33-35% nel giro di un decennio.

²³ Il mito dell'azionariato diffuso presenta aspetti controversi: vi è il rischio che si risolva in una grande redistribuzione di risorse fra

processo di diffusione dell'azionariato popolare è, infatti, coerente con gli obiettivi di rafforzare la struttura della domanda sui mercati finanziari, di diluire le concentrazioni in essere e di trasformare il concetto di proprietà pubblica in quello di **proprietà diffusa** (o, per estensione, collettiva), cioè di costituire *public companies*, specie nei settori più delicati dell'economia nazionale, dove l'eccessiva concentrazione della proprietà potrebbe rivelarsi intollerabile e rischiosa²⁴. La creazione di *public companies* può infatti contribuire ad orientare l'attività delle grandi imprese privatizzate verso il perseguimento di interessi pubblici; il fatto che una grande quantità di cittadini, di utenti, di dipendenti partecipi alla proprietà di un'impresa di pubblica utilità, infatti, tutela meglio la collettività dal rischio di comportamenti scorretti della stessa animati da obiettivi di profitto di breve periodo.

- 2) Un secondo obiettivo è solo in parte collegato al precedente e sottolinea l'importanza della diffusione della **partecipazione dei dipendenti** alla proprietà dell'impresa presso la quale sono impiegati. Una trattazione approfondita di tale materia esula dagli obiettivi di questo libro, tuttavia è ovvio sottolineare la rilevanza di tale strategia sia per il perseguimento di alcune forme di democrazia economica, sia per il rafforzamento degli incentivi alla massima produttività del lavoro all'interno delle ex-imprese pubbliche. Attraverso il coinvolgimento dei dipendenti dell'organizzazione produttiva oggetto di trasformazione è possibile realizzare quel coinvolgimento diretto nella gestione dell'impresa che può portare a un abbattimento delle asimmetrie informative interne e dei comportamenti opportunistici, attenuando alcune delle principali cause di inefficienza interna alle grandi organizzazioni complesse.
- 3) Un terzo obiettivo concerne la supposta capacità di sollecitazione di **un maggior controllo del mercato sull'operato del management delle imprese quotate**. Si tratta, cioè di sottolineare la necessità di consentire al mercato una più frequente modificazione degli assetti proprietari quando un management inefficiente o scarsamente controllato dagli azionisti di maggioranza finisce col generare un eccessivo abbattimento dei corsi azionari dell'impresa stessa. In tal caso, infatti, una scalata (*takeover*) alla proprietà di quell'impresa potrebbe consentire quei mutamenti negli assetti proprietari che, aprendo le porte a nuovi soggetti nei consigli d'amministrazione, potrebbero sfociare in un ricambio punitivo nel management finalizzato a stimolare un incremento della redditività dell'impresa stessa e, quindi, della remunerazione delle sue stesse azioni.

Se si considera questa tipologia di obiettivi pensando alla loro reale perseguibilità, ci si accorge che esso non risulta coerente con le finalità dei processi di privatizzazione descritte nei paragrafi precedenti: massimizzare gli introiti da una dismissione, ad esempio, implicherebbe vendere almeno l'intero pacchetto di azioni di maggioranza ad uno stesso soggetto, così da strappare anche un premio di maggioranza, ma ciò sarebbe in netto contrasto con l'obiettivo dell'azionariato diffuso o presso i dipendenti. Ciò rende necessaria una attenta valutazione complessiva dei costi e benefici dell'operazione, al fine di orientarne le modalità attuative verso gli obiettivi individuati come socialmente ottimali.

L'analisi economica delle tecniche di dismissione di azioni pubbliche per la creazione di *public companies* enfatizza il distacco dal fine della massimizzazione degli introiti. Essendo i suoi obiettivi

cittadini, di cui alcuni godono straordinari *capital-gains* dall'acquisto agevolato di frazioni di proprietà nazionali. Tale rischio sottolinea la rilevanza del mero fine speculativo di breve termine che può contraddistinguere l'investimento azionario della maggior parte delle famiglie. L'evidenza empirica italiana, ad esempio, mette in luce una forte ciclicità dell'investimento in azioni delle famiglie italiane, legata all'andamento positivo dei *capital gains* della metà degli anni ottanta, dopo di che si è registrata una forte riduzione della quota di risparmio delle famiglie detenuta in azioni (si arrivò al 12,2% nel 1986 per poi scendere fino al 7-8% della fine degli anni ottanta). La stessa mitizzazione dell'azionariato diffuso in Gran Bretagna deve essere un po' attenuata. Infatti, se è pur vero che il numero di detentori di azioni è passato dai 3 milioni del 1979 ai 9 milioni della fine degli anni ottanta, è altrettanto vero che la percentuale di azioni detenute dalle famiglie si è abbassata dal 54% del 1963 al 20% del 1989: la triplicazione del numero di famiglie che ha investito direttamente in azioni non ha significato una reale crescita della proprietà del sistema produttivo nazionale fra i medesimi cittadini, anche perché un ruolo cruciale è stato svolto dai grandi investitori istituzionali.

²⁴ In Italia la concentrazione del mercato finanziario è storicamente nota: all'inizio dei processi di privatizzazione nel 1992 su 240 società quotate ben 156 evidenziavano quote di possesso individuale da parte del primo azionista oltre il 50% e solo 6 società presentavano una percentuale di possesso minore del 10% da parte del primo azionista. Sempre nel 1992 si è osservato che le società quotate in Borsa valori a Milano erano per l'88,4% controllate da gruppi italiani e solo per l'11,6% da gruppi stranieri, inoltre ben il 19% erano controllate da un solo azionista ed il controllo familiare e di coalizione ristretta riguardava il 50,3% delle società quotate. Controllo individuale, familiare e di coalizione ristretta sono, dunque, le forme di controllo in essere per il 69,3% delle società quotate italiane. In Germania (dove la quota di azioni detenute direttamente dalle famiglie è pari al 16,1 delle azioni totali in circolazione, che supera il 50%.

di natura redistributiva, la vendita di azioni con modalità agevolate ai dipendenti o a piccoli risparmiatori o a utenti dei servizi pubblici non può, infatti, non comportare un costo, per quanto implicito (vendite a prezzi ribassati, condizioni agevolate, ecc) che riflette sia il valore economico di quelle stesse scelte politiche di “redistribuzione incentivata”, sia il premio da pagare per superare la diffidenza dei cittadini a investire proprie risorse in attività d'interesse diffuso.

La diffusione della partecipazione alle ex-imprese pubbliche è stata auspicata al fine di:

- 1) garantire una presenza diffusa dei rappresentanti degli interessi collettivi;
- 2) avviare una consistente redistribuzione di risorse nella collettività, attraverso gli aumenti dei corsi azionari;

Il costo sociale da pagare per raggiungere tali obiettivi è pari al minor introito rispetto a quello conseguibile tramite la massimizzazione degli introiti derivanti dal collocamento dei titoli.

La tecnica di vendita privilegiata per incentivare un numero significativo di cittadini e piccoli risparmiatori a riallocare verso il mercato borsistico (in particolare, verso ex-imprese pubbliche operanti nei settori delle grandi *public utilities* o di rilevante interesse nazionale o locale) le proprie risorse, è stata l'**OPV a prezzo fisso**. Tale tecnica è stata diffusamente applicata con meccanismi che, per un verso, hanno limitato il numero massimo di azioni acquistabili e detenibili da un singolo azionista (rinforzata, in Francia e Gran Bretagna, dall'obbligo dell'autodenuncia) e, per altro verso, hanno limitato la possibilità di acquisto da parte degli operatori stranieri (in Francia tale tetto è stato posto al 20%).

Gli obiettivi di ridefinizione degli assetti proprietari sono stati esplicitati dalla definizione per le OPV di **clausole di claw-back**, ovvero di esplicite previsioni nell'ambito dell'operazione in merito alla struttura degli investitori cui l'operazione si rivolge ed al meccanismo di assegnazione dei titoli. Tali clausole possono essere fissate in via generale per tutte le operazioni di privatizzazione (come è avvenuto, ad esempio, in Francia) o possono venire definite dismissione per dismissione (come nel caso della Gran Bretagna²⁵).

Il ricorso alla tecnica dell'OPV a prezzo fisso ha consentito di formulare un'offerta particolarmente interessante per il piccolo risparmio diffuso con prezzi di collocamento a livelli che lasciavano presagire fenomeni di *underpricing* a vantaggio dei sottoscrittori. Tali OPV hanno generato forti incrementi nei corsi di tali titoli in seguito ai collocamenti che spiegano la forte pressione della domanda su tali offerte.

²⁵ Così, ad esempio, la British Gas ha strutturato l'offerta di azioni come segue: 20% a cittadini stranieri, 80% a cittadini inglesi, di cui il 3% almeno a dipendenti e pensionati della stessa società, 5% a dipendenti che sottoscrivessero anche i *loyalty bonus shares*, 40% a piccoli risparmiatori (cui spettava, peraltro, la precedenza nel caso di successivi riparti) e così via. Anche le dieci società idriche inglesi sono state privatizzate con Opv strutturate con *claw-back* che prevedevano il 23,55% al pubblico, il 54,95% agli investitori istituzionali e il 18,5% a investitori internazionali.

L'underpricing e la demand-pressure in Gran Bretagna per 25 imprese pubbliche fra il 1979 ed il 1989

<i>Società</i>	<i>Data</i>	<i>Prezzo di offerta Opv</i>	<i>Prezzo al 1° g. di coll.</i>	<i>N° azioni dom.</i> ----- <i>N° az. ricevute</i>
British Petroleum	11/79	363	367	1,5
British Aerospace	2/81	150	171	3,5
British Ports	2/83	112	138	35,0
British Telecom	12/84	130	173	5,0
Britoil	2/85	185	207	10,0
British Gas	12/86	135	147	4,0
British Airways	1/87	125	169	32,0
Rolls Royce	5/87	170	232	9,4
Anglian Water	12/89	240	288,5	2,2
Northumbrian Water	12/89	240	297	9,0
North West Water	12/89	240	275	1,6
South West Water	12/89	240	287	2,6
Wessex Water	12/89	240	294	4,0

Fonte: elaborazioni dell'autore da Rapporto sulle privatizzazioni, Euromobiliare.

Se l'*underpricing* può essere interpretato come derivato di una strategia di collocamento (IPO) volta a premiare le sottoscrizioni da parte di piccoli risparmiatori, dall'altra parte, esso può rivelarsi pericoloso: l'assenza di vincoli o disincentivi alla vendita immediata delle azioni sottoscritte dalla popolazione può stimolare l'immediato realizzo di *capital-gain* prospettando un processo di concentrazione delle azioni nelle mani di pochi soggetti che finirebbero col monopolizzare l'intero settore. Anche per tale motivo sono stati predisposti diversi strumenti di incentivazione all'azionariato diffuso che tendono a premiare la stabilità delle sottoscrizioni. Accanto al collocamento tramite OPV di grandi lotti di azioni distribuiti su migliaia di piccoli risparmiatori, si è spesso associato un meccanismo di *bonus shares* alle azioni collocate al fine di disincentivare immediate liquidazioni non appena lucrati i *capital gains* di breve periodo, cioè all'indomani della collocazione. Il sistema delle *bonus shares* consiste nella concessione del diritto a ricevere a titolo gratuito o agevolato un predeterminato numero di nuove azioni a determinate categorie di investitori (es. piccoli risparmiatori, dipendenti della società,...) che avessero mantenuto il possesso di titoli acquistati in sede di collocamento per un certo periodo di tempo. Già la privatizzazione di British Telecom e British Gas ha previsto i *loyalty bonus shares*, veri e propri "premi fedeltà", che incentivavano il possesso prolungato delle azioni (tali bonus prevedevano uno sconto di circa 10% sul prezzo attuale per l'acquisto di nuove azioni a fronte del possesso triennale delle medesime), omologamente, i sottoscrittori in sede di IPO delle azioni di società quali ENI, ENEL e Telecom riceverono un premio pari ad una azione ogni 10 assegnate e mantenute per un periodo minimo di 12 mesi. La privatizzazione della British Gas è interessante anche perché essa ha contemplato tutta la tassonomia degli strumenti incentivanti finora utilizzati: OPV a prezzo fisso con *underpricing*, massimali individuali alla proprietà azionaria e *loyalty bonus shares*; a essi si sono aggiunti i cosiddetti *bill vouchers* e forme di rateizzazione. I *bill vouchers* sono coupon di sconto sui servizi erogati dalla società privatizzata e vengono attribuiti all'acquisto di azioni della società privatizzata e segnano un primo tangibile segnale di coinvolgimento diretto dell'utenza, della collettività, nella gestione dell'impresa che eroga servizi pubblici attraverso forme gestionali assolutamente private.

Riepilogo azioni assegnate con la bonus share nelle procedure condotte dal MEF

Società	Tranche	Quota di capitale %			bonus share attribuite	Tipo di transazione
		posseduta	(1) venduta	residua alla data del closing		
Anno 1994						
IME	1	50,00	27,45	22,55	0,45	IPO Offerta globale
INA	1	100,00	47,25	52,75	2,20	IPO Offerta globale
Anno 1995						
ENI	1	100,00	15,00	85,00	0,05	IPO Offerta globale
Anno 1996						
ENI	2	85,00	15,82	69,18	0,37	Offerta globale
Anno 1997						
ENI	3	69,14	17,60	51,54	0,61	Offerta globale e trattativa diretta
Telecom Italia	1	31,84	28,00	3,84	1,18	Offerta globale e trattativa diretta
Anno 1998						
ENI	4	51,16	14,21	36,95	0,99	Offerta globale e trattativa diretta
BNL	1	69,57	67,10	2,47	1,15	Offerta globale e trattativa diretta
Anno 1999						
ENEL	1	100,00	31,74	68,26	0,68	IPO Offerta globale
Anno 2004						
ENEL	3	50,36	18,87	31,49	0,44	Offerta globale
Anno 2005						
ENEL	4	31,22	9,35	21,87	0,20	Offerta globale

Fonte: Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni.

In Italia si sono introdotti inoltre anche altri meccanismi più blandi di incentivazione per i nuovi sottoscrittori di azioni e di sostegno al mercato azionario, sotto forma di:

- 1) detrazioni fiscali (nella misura del 27%) commisurate alla spesa sostenuta in ciascun periodo d'imposta per la sottoscrizione di azioni per le quali sia stata deliberata e richiesta l'ammissione alle negoziazioni;
- 2) esclusione dal computo del reddito imponibile del reddito proveniente dalla proprietà di azioni derivanti da privatizzazioni di quote superiori al 30% del capitale dell'impresa privatizzata;
- 3) possibilità di utilizzare come mezzo di pagamento per le azioni di proprietà del Tesoro gli stessi titoli del debito pubblico. Ciò richiama al principio di scambio fra azioni di imprese pubbliche e titoli del debito pubblico, che consente la riallocazione del risparmio italiano, tradizionalmente focalizzato sui titoli del debito pubblico, verso titoli azionari.

Tutti gli strumenti sopra illustrati costituiscono effettivi costi sopportati in tale strategia di privatizzazione, imputabili al perseguimento di precise politiche redistributive, che ribadiscono la valenza strutturale, più che contingente e finanziaria, delle politiche di privatizzazione nell'ambito dei moderni sistemi economici.

Le privatizzazioni endogene

La diffusione degli investimenti azionari ha rappresentato una delle principali giustificazioni e ambizioni del processo di privatizzazione. Caso particolare di questo obiettivo è costituito dalla cosiddetta **privatizzazione endogena**, ovvero dall'apertura al *management* dell'impresa pubblica e ai suoi dipendenti di particolari canali-opportunità per l'acquisto di azioni dell'impresa nella quale sono impiegati (o di parti scorporate della stessa).

La privatizzazione endogena tende ad avviare una profonda rivoluzione nella natura delle relazioni all'interno delle organizzazioni produttive, sia alterando le strutture delle relazioni industriali e gli schemi incentivanti, sia incidendo straordinariamente sulle cause interne di inefficienza. In effetti, una diffusa distribuzione dei titoli di proprietà dell'impresa fra i suoi dipendenti potrebbe far convergere i loro obiettivi con quelli perseguiti dall'organizzazione, eliminando le inefficienze d'origine interna dovute alla presenza di interessi contrapposti fra soggetti gerarchicamente diversi. Ciò è possibile in ragione del fatto che gran parte delle imprese pubbliche è completamente priva di

una *reale* struttura di remunerazione basata sulla produttività dei fattori (i cosiddetti *incentive payment*). In effetti, quando si assiste a una forte partecipazione dei dipendenti alla proprietà si osserva che:

- la manifestazione degli interessi delle parti costituenti avviene direttamente in sede decisionale, senza indurre interruzioni dell'attività o scadimenti della sua qualità;
- la progressiva diffusione della proprietà e la conseguente frammentazione degli utili dell'organizzazione apportano modifiche anche nei criteri decisionali, in quanto finiscono con l'assumere maggior peso obiettivi di più lungo periodo, quali il consolidamento dell'organizzazione stessa, sia verso l'esterno (le caratteristiche della sua presenza sui mercati) che verso l'interno (sottolineando gli aspetti qualitativi della divisione del lavoro).

La privatizzazione attraverso la diffusione della partecipazione azionaria fra manager, dipendenti, pensionati e altri piccoli risparmiatori, ben si presta a essere applicata nei settori di pubblica utilità sia per diffusa presenza, all'interno dei suoi consessi decisionali, di rappresentanti dell'utenza (da cui derivare utili indicazioni circa l'efficacia del servizio reso), sia per l'alto rischio cui andrebbero incontro degli investitori privati esterni nell'intraprendere tale attività con un'organizzazione non coinvolta e non motivata a modificare le proprie prestazioni.

L'interesse verso le cosiddette tecniche di *management (e/o employees) buy-outs*, cioè di acquisto da parte di manager e dipendenti di varia natura di quote di partecipazione alla proprietà dell'impresa nella quale lavorano, ha stimolato la formulazione di proposte volte a costituire veri e propri *Democratic Worker Ownership Trusts*. Attraverso tale processo, in effetti, è possibile cogliere contemporaneamente diversi obiettivi:

- assicurarsi la cooperazione dei lavoratori e dei manager durante le fasi di transizione²⁶;
- modificare la struttura delle motivazioni che animano l'attività dell'organizzazione;
- sfruttare al massimo l'esperienza accumulatasi nel capitale umano che la costituisce;
- avviare una politica di diffusione o allargamento dell'azionariato.

Il mutamento degli assetti proprietari conseguenti a forme più o meno forti di *management e/o employees buy-out* è stato spesso agevolato dal fatto che tali strategie possono sfruttare la leva finanziaria interna costituita dal ricorso al credito della stessa impresa per finanziare l'acquisto della partecipazione. Attraverso questo metodo di privatizzazione si possono ravvisare benefici sempre più consistenti quanto più:

- 1) forte è lo spazio di recupero attraverso una riorganizzazione interna condivisa dai dipendenti stessi;
- 2) elevato è il grado di professionalità potenziale dei dipendenti e dei manager;
- 3) alta è la necessità di cooperazione interna per raggiungere standard qualitativi elevati;
- 4) scarsa è la percezione dei margini di recupero all'esterno;
- 5) alto è il rischio di liquidazione dell'impresa e licenziamento dei lavoratori stessi.

La protezione spesso accordata dai governi francesi, statunitensi e britannici alle scalate attuate da manager e dipendenti di grandi imprese (non necessariamente pubbliche) è spiegabile dalla

²⁶ L'accettazione degli obiettivi della privatizzazione costituisce un passaggio fondamentale al suo successo. Ne è esempio la vicenda della British Gas, la più importante dismissione britannica (soprattutto in termini finanziari). Una prima parziale proposta di privatizzazione del 1981 trovò contrari sia il management che le organizzazioni sindacali. Tuttavia, nel dicembre 1986, essa fu quotata in borsa accompagnando l'operazione con un'imponente campagna di sensibilizzazione (costata ben 200 milioni di sterline, cioè il 3,2% di quanto introitato dall'intera operazione), finalizzata a diffonderne la proprietà fra i dipendenti e gli utenti. 4,2 miliardi di azioni ad un valore di 1,35 sterline ciascuna (il cui pagamento fu dilazionato in tre momenti: 50p. all'acquisto, 40p. in seguito e 45p. l'anno successivo) portarono il valore della compagnia a 5,7 miliardi. Il 98% dei dipendenti sottoscrissero tali azioni, ripartite anche in base all'anzianità, con notevole successo anche fra gli utenti. Entrambe le categorie ottennero benefici fiscali. Inoltre, al fine di disincentivare immediate rivendite alla detenzione di tali titoli furono associate condizioni favorevoli per la fornitura del servizio prestatato dalla compagnia. Ben 6 milioni furono le domande per sottoscrizioni. All'indomani della quotazione in borsa, le azioni della British Gas crebbero del 30%, suscitando non poche polemiche di vendita sotto prezzo. La British Gas fu privatizzata senza essere scorporata in più parti, determinando, così, un monopolio privato regolamentato.

seguinte frase "... questi aspetti della politica del governo sull'espansione della proprietà della ricchezza patrimoniale nell'intera economia del paese sottolineano la necessità di dare alla gente un ruolo diretto nel processo di sviluppo dell'industria britannica e rimuovere le vecchie distinzioni fra proprietari e dipendenti".

Le difficoltà riscontrabili nel processo di allargamento della partecipazione dei dipendenti nelle organizzazioni che agiscono nel settore pubblico possono essere attenuate, sia perché esso è pianificato e garantito dalla stessa autorità pubblica, sia per il fatto che tale strumento è usualmente accompagnato da progetti di sostegno finanziario, giustificati proprio dall'obiettivo di diffusione della proprietà. A tal fine, sono stati elaborati piani finanziari tesi ad agevolare l'acquisto di azioni da parte dei dipendenti, tassi agevolati per eventuali prestiti, posticipazione dei pagamenti delle sottoscrizioni, agevolazioni sull'utilizzo del fondo di fine rapporto.

Negli Stati Uniti si è proceduto alla creazione di veri e propri fondi speciali per tali operazioni. Gli *employees stock ownership plans (ESOP)* sono Fondi che hanno consentito il diffondersi di una serie di opportunità:

- 1) l'impresa può ottenere crediti interessanti condizionati alla creazione di tali fondi;
- 2) il fondo viene gestito da una personalità (*trustee*) indipendente che obbedisce ad esplicite regole del *trust* stesso;
- 3) attraverso tali fondi viene finanziato un piano intertemporale di acquisto gratuito di azioni della stessa impresa da parte del dipendente, sicché è l'impresa stessa ad attribuire ai dipendenti le proprie azioni;
- 4) i dividendi vengono in parte utilizzati per finanziare il debito contratto;
- 5) i dipendenti che volessero incrementare tale progressivo processo di diffusione della proprietà a loro vantaggio possono usufruire di altri crediti ad interessi ribassati;
- 6) i diritti di voto possono essere delegati allo stesso *trustee*, evitando frantumazione del potere contrattuale dei piccoli azionisti (dipendenti) nelle assemblee degli azionisti dell'impresa.

Tale strategia di incentivazione alla diffusione della proprietà presso i dipendenti delle grandi imprese ha portato ad un rapporto di azioni detenute dalle famiglie rispetto agli investitori istituzionali del 74%.

Il supporto dei piccoli risparmiatori e dei dipendenti si è rivelato estremamente importante specie nei settori di rilevante interesse sociale. Di nuovo, tuttavia, si devono segnalare i costi necessari di tali operazioni: l'inefficienza di organizzazioni pubbliche può avere costi che derivano, spesso, dall'incapacità di implementare efficaci sistemi di controllo, di gestione e di monitoraggio credibile, oppure per evidenti difficoltà settoriali. Tutto ciò implica alternative comunque onerose. Infatti, la stessa volontà di riservare ai dipendenti quote di partecipazione ha richiesto notevoli sforzi finanziari ai governi di volta in volta impegnati allo scopo²⁷. Diversi strumenti fiscali incentivanti una tale allocazione del risparmio sono stati sperimentati, agevolando indebitamenti e/o posticipando pagamenti delle sottoscrizioni, siano esse riferite a nuove o pre-esistenti emissioni. Da sempre si fa largo ricorso ai Fondi Pensione per la privatizzazione di molte imprese di pubblica utilità ed hanno rappresentato un veicolo importante nella diffusione della proprietà collettiva di imprese pubbliche, ovvero creare *public-companies*.

²⁷ In Gran Bretagna politiche di diffusione dell'azionariato e di partecipazione dei dipendenti nel capitale di rischio delle società nelle quali lavorano sono passate attraverso diverse forme di incentivazione: l'offerta di due azioni per ognuna acquistata dai dipendenti, e sgravi fiscali sulla utilizzabilità del fondo di fine rapporto ha indotto la partecipazione del 96% dei dipendenti aventi diritto della British Telecom ed il 94% della British Airways. In Francia, le Opv su imprese pubbliche hanno spesso previsto due fasi: una prima fase di vendita (diretta) parziale ad investitori istituzionali ed una seconda indirizzata sui piccoli risparmiatori attraverso offerte pubbliche (generalmente, il 10% riservate ai dipendenti i quali hanno spesso goduto di uno sconto del 5%, che poteva diventare del 20% qualora non si fosse proceduto alla loro vendita prima di un biennio). Anche in Canada è stata seguita tale procedura. Nella privatizzazione della Teleglobe Canada fu messo a punto un piano di vendita agevolata ai dipendenti in cui furono previsti uno sconto del 10% ed agevolazioni fiscali (su un pacchetto azionario del 5%). Allo stesso modo fu venduta una quota del 4% ai dipendenti della Fishery Products International Ltd.

Allocazione delle azioni nelle principali offerte pubbliche italiane

Società	Quota vendita	Bonus Share*	Retail	di cui			Istituzionale	di cui				
				Mercato Domestico	Dipendenti	Mercato Estero		Italia	R. Unito & Irlanda	Europa	USA	RdM
Credito Italiano	54,80	3,30	62,17	91,00	9,00	0,00	37,82	-	-	-	-	-
Banca Commerciale Italiana Spa	51,34	3,00	61,00	89,00	11,00	0,00	39,00	-	-	-	-	-
IMI 1	27,45	1,13	82,00	66,00	40,00	31,00	18,00	83,00	0,00	0,00	17,00	0,00
ENI 1	15,00	0,07	55,42	52,00	8,00	40,00	44,58	66,00	34,00	0,00	0,00	(1)
ENI 2	15,82	0,75	68,52	71,00	10,00	19,00	31,48	32,00	35,00	0,00	0,00	32,00
IMI 3	6,94	0,00	0,00	-	-	-	100,00	45,00	19,00	27,00	6,00	4,00
Banca di Roma	36,50	0,00	79,50	92,00	8,00	0,00	20,50	-	-	-	-	-
ENI 3	17,60	1,53	75,14	75,00	6,00	19,00	24,86	46	31,00	0,00	0,00	23,00
Istituto Bancario San Paolo di Torino	3,36	1,47	48,00	83,00	17,00	0,00	52,00	100 (2)	0,00	0,00	0,00	(2)
BNL	67,10	2,11	59,40	91,00	9,00	0,00	40,60	39,00	0,00	0,00	11,00	50,00
ENI 4	14,21	1,10	84,52	88,00	5,00	7,00	15,48	54,00	35,00	0,00	0,00	11,00
ENEL 1	51,58	4,10	79,10	100,00	-	0,00	10,20	-	-	-	-	-
TI 1	31,74	1,00	68,49	93,00	7,00	1,00	31,51	41,00	14,00	30,00	10,00	5,00
ENI 5	28,00	1,95	87,11	85,00	11,00	4,00	12,89	33,00	15,00	0,00	20,00	33,00
Snam Rete Gas	5,00	-	0,00	-	-	-	100,00	46,00	30,00	19,00	5,00	0,00
TI 2 (4)	40,20	-	21,70	-	-	-	78,30	-	-	-	-	-
ENEL 2	4,12	-	0,00	-	-	-	100,00	5,00	57,00	15,00	14,00	9,00
TERNA	6,60	-	0,00	-	-	-	100,00	6,00	46,00	26,00	20,00	2,00
ENEL 3	50,00	1,02	50,80	88,40	11,60	-	49,20	30,00	36,00	12,00	15,00	7,00
ENEL 4	18,87	0,45	41,00	95,70	4,30	-	59,00	23,00	30,00	19,00	18,00	10,00
ENEL 4	9,35	0,20	43,00	95,50	4,50	-	57,00	34,00	36,00	12,00	10,00	8,00
Media	26,46	1,36	50,80	84,73	10,76	9,31	48,69	38,87	26,12	10,00	9,12	11,94

(1) (Regno Unito + Resto del Mondo)

(2) (Italia + Resto del Mondo)

(4) (Sono state considerate solo le azioni ordinarie, non quelle di risparmio)

* espressa in % del capitale sociale

Nota: I dati includono la cosiddetta green-shoe

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

Il panorama delle privatizzazioni inglese offre un certo numero di esempi emblematici. Se la privatizzazione della National Bus Company si concretizzò in una prima fase di disgregazione in 37 società e in una successiva privatizzazione, che portò a 23 *management-buy-out*, l'operazione più emblematica fu la privatizzazione della National Freight Corporation (Nfc). Essa era il derivato della nazionalizzazione di diverse compagnie di trasporto stradale che nel 1969 costò 100 milioni di sterline (al netto degli oneri finanziari per tale debito) e occupava 66.000 dipendenti, diventati, poi, 33.000 nel 1980. Il progetto di privatizzazione del 1979 si scontrò subito con difficoltà di collocamento attraverso offerta pubblica ben prevedibili, date le pessime performance della società. Nel 1981 fu costituito un consorzio da manager, dipendenti e pensionati della Nfc (9.000 dipendenti e 1.300 pensionati) e da 4 banche, che nel 1982 l'acquistò per 53,5 milioni di sterline (in ragione dell'ammanto nel fondo pensionistico che fu appianato dal governo), utilizzando prestiti a medio-lungo termine per 51 milioni di sterline, garantiti sulle attività di società operative sussidiarie del gruppo Nfc. Per quanto taluni debiti precedenti fossero assorbiti dal governo, la ristrutturazione finanziaria della società e i costi globali della transazione furono finanziati con emissione di titoli del consorzio di cui l'82,5% fu sottoscritto da famiglie di dipendenti e pensionati della società stessa. La sottoscrizione individuale media fu di circa 700 sterline. La Nfc ha registrato, fra l'83 e l'89 una crescita dei profitti ad uno strabiliante tasso annuale del 41%. Secondo i manager dell'impresa, ciò sarebbe da imputarsi principalmente all'aumento del livello di produttività del lavoro. Si deve, peraltro, sottolineare che l'aumento della produttività del lavoro, dei tassi di profitto e delle prospettive dell'impresa, hanno indotto un'inversione di tendenza sul piano occupazionale, portando le 33.000 unità nel 1980 alle 39.000 unità nel 1989. Sull'onda del successo della Nfc seguirono altre esperienze²⁸, fra cui la privatizzazione della British Shipbuilders Corporation (Bsc). Nel 1979 essa registrava 109,7 milioni di sterline di debiti e, nonostante sostanziosi aumenti della produttività (15% nel 1981/82) e riduzioni dell'occupazione (da 86.700 unità all'epoca della nazionalizzazione nel 1977 a 60.000 nel 1982) continuava a produrre perdite. Alla fine del 1982 la Bsc fu suddivisa in 9 società e dall'anno successivo furono avviati convulsi tentativi di privatizzazione che occuparono gli anni seguenti e si conclusero solitamente con forti sconti per il

²⁸ Un'interessante esperienza di privatizzazione è avvenuta in Giamaica: si è proceduto alla vendita ai dipendenti del 13% della Caribbean Cement Company (Ccc), attraverso la National Commercial Bank (Ncb) of Jamaica. L'*employee share scheme* fu pensato in modo tale da concedere ad ogni dipendente la possibilità di acquistare fino a 2.070 azioni nel seguente modo: 20 gratuite, fino a 350 a prezzo d'offerta dimezzato, con un minimo di 50 (in particolare ne venne assegnata una gratuita per ciascuna acquistata al prezzo d'offerta), fino ad 850 con sconto del 10% e le ultime 850 al prezzo d'offerta. La Ncb dovette erogare prestiti agevolati per rendere possibile l'operazione, collegando il pagamento delle azioni ai salari percepiti dai dipendenti interessati.

consorzio dei lavoratori dipendenti. Il successo maggiore si ebbe con l'acquisizione della Vickers Shipyards nel 1986 da parte di un consorzio di manager della società e 14.000 lavoratori. L'offerta di acquisto formulata dal consorzio fu di 100 milioni di sterline, di cui 40 pagabili nel biennio 1992/93. Anche se la multinazionale Trafalgar House formulò l'offerta più alta, il governo ritenne quella del consorzio fosse foriera di maggiori successi per la politica di privatizzazioni perseguita. Ai lavoratori finì con l'essere concessa la possibilità di acquistare azioni ad 1 sterlina contro le 5 pagate da banche ed altre istituzioni finanziarie e dai fondi pensioni, mentre i 60 milioni di sterline da corrispondere al governo necessitarono di emissioni di titoli obbligazionari che si tradussero in un investimento medio per lavoratore di 300 sterline. Tuttavia, nonostante la scomparsa di scioperi e l'aumento della produttività, la crisi del settore era tale da non consentire a tutte le società che costituivano la Bsc di sopravvivere; ciò generò gravi costi sociali, sia in termini di riduzione della qualità del servizio che di tagli all'occupazione²⁹. Trova, così, conferma la tesi secondo cui ogni privatizzazione deve essere parte di un ampio progetto di politica industriale³⁰. Non solo. Viene ribadito il fatto che ogni politica di intervento sugli assetti proprietari implica una redistribuzione di ricchezza fra diversi soggetti. Così, ad esempio, in Cile il processo di privatizzazione è stato mirato, soprattutto, ad allargare il consenso della classe media e ad attenuare quello verso le organizzazioni sindacali, con l'avvio del cosiddetto processo di pacificazione nazionale. E' stato quindi privatizzato il 31% della Compania de Acero Pacifico, nel settore dell'acciaio, i cui dipendenti hanno avuto l'opportunità di attingere a finanziamenti agevolati e rivendere tali azioni alla *holding* nazionale Corfo entro tre anni. Nonostante la propagandata volontà di costituire un diffuso capitalismo popolare ed una reale partecipazione dei lavoratori, si è assistito solo a 2 casi su 16 di quasi esclusivo assorbimento interno della proprietà dell'impresa, negli altri casi l'incidenza dei consorzi di dipendenti è stata trascurabile. Peraltro, l'assorbimento di azioni da parte dei dipendenti è avvenuto utilizzando le loro liquidazioni, discriminando, così, fra fasce di reddito degli stessi.

La tutela dei piccoli azionisti

Il superamento dei modelli di contrapposizione per passare a modelli partecipativi può essere almeno in parte prefigurato dal progetto di cui spesso si è parlato ma che è stato assai di rado realizzato pienamente di diffusione dell'azionariato soprattutto fra dipendenti, oltre che fra piccoli risparmiatori e pensionati. Tale processo, tuttavia, richiede la messa a punto di una serie di strumenti, regole e istituzioni in grado di consentire ai piccoli azionisti di essere tutelati di fronte al maggiore potere contrattuale di soggetti più forti quantitativamente e più esperti nell'ambito delle medesime assemblee societarie.

Nell'esperienza statunitense e in minor misura in quelle inglesi e francesi, la costituzione di fondi specifici per l'acquisto di quote del capitale dell'impresa da parte dei dipendenti o, com'è stato il caso in Germania, il rafforzamento di istituzioni quali i fondi pensione o i raggruppamenti di azionisti dipendenti, hanno contribuito a incrementare la tutela dei diritti dei piccoli azionisti. In effetti, la presenza di sistemi incrociati di partecipazione e il forte ruolo delle commissioni di controllo nelle più grandi imprese tedesche, di cui alla tabella 5.8, un ruolo cruciale è stato realizzato per alimentare la fiducia degli operatori più restii.

Il tema centrale, ora, è quello di non prevaricare i diritti, dando loro maggior incentivo all'investimento e attenuando l'intento meramente speculativo. Il ruolo delle istituzioni o società che raccolgono e gestiscono i diritti di voto dei piccoli azionisti sta crescendo in sistemi di mercato più evoluti, quali quello statunitense. Come si è visto sopra, la regolazione allo scopo attuata negli Usa ha indotto e facilitato la costituzione di vere e proprie società indipendenti: esse devono depositare un prospetto informativo su di esse e sulle loro operazioni, sono obbligate alla massima trasparenza,

²⁹ La privatizzazione con *management buy-out* della Swan Hunter Shipyard (della B.S.C.) costò la perdita di 4.500 posti di lavoro oltre quelli concordati in 15 mesi di trattative col governo; le difficoltà portarono 35 manager ad abbandonare il consorzio che fu poi assorbito dalla Candover Investment.

³⁰ Interessante, al proposito, una delle rarissime esperienze italiane: la VM Motori Spa è stata ceduta dall'Iri-Finmeccanica ad un gruppo di top-manager ed investitori istituzionali (in realtà al prioritario gruppo Midland Montagu Ventures) per evitare di dover dichiarare il fallimento della società stessa, in quanto il crollo del mercato dei motori diesel in Italia e, soprattutto, la scelta dell'Iri di cedere Alfa Romeo a Fiat (maggiore cliente MV nell'ambito dell'appartenenza al medesimo gruppo Iri-Finmeccanica) hanno distrutto le possibilità di sostentamento dell'impresa, a tutt'oggi nel tunnel di una crisi notevole.

ecc..., ciò ha consentito l'aumento del potere contrattuale dei piccoli azionisti. In effetti, uno dei problemi più gravi concerne la reale possibilità di partecipare e incidere sulla gestione dell'impresa da parte dei piccoli azionisti. In Gran Bretagna, si è assistito spesso alla costituzione di imprese a proprietà diffusa sui propri dipendenti, acquistate attraverso i fondi raccolti dagli stessi o, più spesso, ricorrendo ad aiuti pubblici e prestiti agevolati³¹.

Composizione dei comitati di sorveglianza delle 10 più grandi imprese tedesche

<i>Categorie rappresentate</i>	<i>% componenti</i>
Banche private	7,0
Altre banche	2,1
Assicurazioni	1,6
Sindacati	12,5
Altri dipendenti	36,3
Imprese comm.li e ind.li	25,8
Azionisti di minoranza	10,2
Politici e funzionari pubblici	4,6

Fonte: Federal Association of German Banks.

Le prospettive di facili e veloci guadagni con le operazioni di privatizzazione hanno l'effetto di incrementare la domanda di azioni pubbliche ma di svilire l'intero progetto di privatizzazione in un'unica grande operazione di svendita, senza alcuna alterazione reale nei modelli gestionali e di controllo. Ora, tale problematica incide notevolmente sulla possibilità di porre in essere quella filosofia gestionale propria del modello *public company*. Questa, infatti, non si crea solo nella predisposizione di un decreto. Essa discende da una serie di misure e atti normativi, di politica industriale e finanziaria, che hanno creato le possibilità di realizzare quel progetto di democrazia economica..

In Italia, in effetti, l'esperienza delle *public companies* ha mostrato alcune lacune e motivi di insoddisfazione. Nel caso Comit, a esempio, il numero di azionisti (1.839) presenti all'assemblea di approvazione del bilancio dopo la privatizzazione è stato del 28,84%, ma la quota dei primi tre azionisti presenti raggiungeva il 7,48%. Altrettanto per il Credit, dove il numero di azionisti presenti all'assemblea di approvazione del bilancio dopo la privatizzazione è stato pari a 379.

La normativa di tutela del piccolo azionariato in Italia è ancora agli albori, anche se il programma di privatizzazione italiano che si è delineato all'indomani della delibera Cipe del 30 dicembre 1992 ha previsto strumenti di agevolazione al piccolo azionariato ed alla creazione di prime larvali forme di associazionismo fra piccoli azionisti (specie fra dipendenti). Il loro fine è essenzialmente quello di informare gli associati su questioni attinenti l'impresa e i loro interessi, oltre a fornire loro assistenza. Il codice civile (art. 33) considera associazione non riconosciuta tali organismi. Tale forma giuridica, tuttavia, non consentirebbe di esercitare i diritti di voto in assemblea (art. 2372 c.c.) e, per altro verso, le stesse Sim non possono configurarsi come soggetti idonei alle necessità degli azionisti-dipendenti. Per quanto la legge sulle privatizzazioni riserva almeno un quinto dei componenti il consiglio d'amministrazione alle minoranze, rimangono attivi gli impedimenti a una reale partecipazione dei piccoli azionisti ai consessi decisionali rilevanti, salvo, forse, qualche forma di organizzazione degli azionisti-dipendenti, anche attraverso organismi sindacali di rappresentanza.

Il ricorso alle OPV quale metodologia prevalente di privatizzazione di grandi imprese pubbliche è stato motivato dalla necessità di evitare eccessive concentrazioni azionarie nelle mani di singoli soggetti. Così sono stati posti limiti alla quantità di azioni singolarmente detenibili nella proprietà di molte ex-imprese pubbliche.

³¹ Ad esempio, nel caso della privatizzazione della British Telecom, a tutti i dipendenti furono regalate 54 azioni a testa, proposto l'acquisto agevolato di 100 azioni, promesso uno sconto del 10% sul prezzo di collocamento delle azioni fino ad un massimo di 1.600 azioni. L'84% dei dipendenti accettò l'offerta agevolata di 100 azioni ed il 25% di essi raggiunse il tetto delle 1.600 azioni. Complessivamente, gli incentivi furono tali che un investimento di 1.700 sterline avrebbe generato la proprietà di azioni per un controvalore di circa 2.100 sterline.

La frantumazione dell'azionariato in una serie numerosa di soggetti e il divieto di superare certi tetti massimi (3% nel caso di Comit e Credit) non vieta, naturalmente, di sperimentare forme di controllo concertato fra un gruppo ristretto di soggetti. Tali concertazioni, tuttavia, sono assai poco verificabili esternamente, restano, cioè, maggiormente nell'ombra. Ora, l'alterazione degli equilibri societari attraverso nuove entrate o espansioni di piccole quote detenute, impone la tutela dei diritti dei piccoli azionisti, affinché questi non siano sperequati rispetto a movimenti azionari che si svolgono limitatamente a una ristretta cerchia di soggetti.

Concentrazione della partecipazione alla proprietà della stessa impresa.

Società	Numero Tot.	Azionisti		Quota Tot.	presente in		
		Presenti in assemblea	deleganti		Primi azionisti	tre	Altri
Banca Roma	22.300	109	7	91,55%	91,38%		0,17%
Ambroveneto	51.250	110	53	70,85%	42,21%		28,64%
Bna	42.850	100	82	70,72%	64,46%		6,26%
Cir	28.520	35	19	61,53%	56,71%		4,82%
Ferfin	46.150	21	18	58,74%	50,77%		7,97%
Fiat	147.000	483	121	45,94%	36,14%		9,80%
Fondiaria	8.590	51	-	77,30%	49,31%		27,99%
Gemina	37.700	48	26	65,52%	50,42%		15,10%
Generali	155.300	443	2700	32,01%	19,72%		12,29%
Ifil	9.250	39	22	61,36%	61,21%		0,15%
Ras	49.000	55	-	57,81%	51,87%		5,94%
Rinascente	14.000	25	7	59,88%	47,92%		11,96%
Sai	24.200	56	20	58,90%	57,27%		1,63%
Sip	76.500	181	73	63,10%	62,55%		0,55%
S.Paolo di To.	70.000	170	24	81,28%	80,30%		0,989%
Media Gen.	32.823	79,8	90,05	67,02%	61,55%		5,70%

Fonte: Consob, databank.

Quando avvengono mutamenti azionari tali da alterare la struttura del controllo di imprese pubbliche, attraverso scalate (*takeovers*) esterne o interne, la tutela dei piccoli azionisti di minoranza passa solitamente attraverso l'obbligatorietà delle offerte pubbliche di acquisto, cioè attraverso l'imposizione dell'obbligo di effettuare la medesima offerta di acquisto anche agli azionisti minori, quando si acquisisce il controllo di un'impresa quotata.

L'obbligatorietà dell'OPA rientra nel più generale processo di regolamentazione del cosiddetto mercato del controllo delle imprese. In Italia, la scarsa contendibilità del controllo delle imprese è stata rinforzata dalla sostanziale separazione fra mercato dei titoli azionari (nella loro veste di titoli patrimoniali) e mercato del controllo. Quest'ultimo, semmai, si manifestava in forma ristretta al di fuori del mercato ufficiale. Non a caso, da quando si sono applicati diversi strumenti normativi quali la legge 77/1983 sui fondi comuni d'investimento, la legge 293/1993 di riforma della Consob, la legge 1/1991 di istituzione delle Sim, la legge 157/1991 sull'*insider trading*, la legge 142/1992 sulle Opa obbligatorie e sulla obbligatorietà della pubblicizzazione dei patti parasociali, il numero di passaggi di pacchetti di controllo di società quotate è diminuito bruscamente in Italia: nel periodo 1982-1991 passavano di mano pacchetti di controllo di società quotate per valori annui medi pari al 3% della capitalizzazione dell'intero mercato, dopo il 1992 solo lo 0,16% (solo due operazioni nel 1992 e tre nel 1993).

L'Opa si prefigge di tutelare il diritto alla parità di trattamento fra i soci. Essa scatta al verificarsi di quattro situazioni che la distinguono in Opa residuale, preventiva, incrementale e successiva, a seconda delle peculiarità del processo di scalata al controllo della società bersaglio. L'Opa residuale riguarda i titoli con flottante inferiore al 10%. L'Opa preventiva è prevista per colui che intende acquisire il controllo o la quota di maggioranza relativa, in tal caso egli deve fin da subito dichiarare l'offerta pubblica d'acquisto su un ammontare di titoli sufficiente allo scopo. L'Opa incrementale, invece, riguarda chiunque posseda una quota pari alla metà della quota di controllo o di maggioranza relativa e voglia acquisire ulteriori quote significative. Infine, l'Opa successiva scatta qualora il passaggio del controllo o della quota di maggioranza relativa sia avvenuto attraverso canali extra-mercato, in tal caso l'acquirente deve lanciare un'Opa di quantità pari a quella acquistata fuori dal mercato.

Tali provvedimenti di tutela servono a trasmettere i benefici dell'incremento di prezzo dei titoli facenti parte di pacchetti di controllo anche ai detentori di titoli costituenti la minoranza.

Le leggi sulle OPA presenti un po' in tutti i paesi, focalizzano il momento del passaggio dei pacchetti di controllo quale momento tipico del funzionamento dei mercati finanziari. La regolamentazione delle Opa, quindi, si traduce in una serie di provvedimenti tesi a riportare sul mercato le operazioni che avvenivano solitamente al di fuori di esso e a estendere i benefici delle contrattazioni al rialzo dei pacchetti di controllo delle società quotate, oltre a rendere assai più trasparente l'intero processo di scambio.

Altri provvedimenti in materia di tutela dei piccoli azionisti sono solitamente accolti nella normativa dei paesi che hanno avviato intensi processi di privatizzazione. Del tetto al possesso azionario si è già detto nella descrizione delle OPV. Il fine è evidentemente quello di consentire la creazione di società a proprietà estremamente diffusa, così da evitare l'instaurarsi di posizioni dominanti in seno ad esse. Non si può tacere, tuttavia, del fatto che una distorta distribuzione delle proprietà azionarie potrebbe generare un'eccessiva debolezza e instabilità degli assetti proprietari, problema al quale l'esperienza francese ha risposto proponendo il modello dei nuclei duri. La tabella 3.6 evidenzia il problema di rappresentanza degli interessi e dei diritti dei piccoli azionisti: la loro scarsa incentivazione a partecipare ai consessi decisionali. Ora, il citato decreto sulle privatizzazioni del 1992 ha previsto la possibilità di ricorrere al voto per corrispondenza, ossia la possibilità, per i sottoscrittori, di esercitare il diritto corporativo senza intervenire direttamente in assemblea, secondo le modalità stabilite dalla Banca d'Italia, dalla Consob e dall'Isvap. Permangono, tuttavia, molti dubbi al suo reale utilizzo, anche a causa delle opposte indicazioni provenienti dal codice civile. In effetti, il voto per corrispondenza richiede una disciplina molto rigorosa e precisa: per la preventiva informazione degli azionisti che la richiedono (non avendo la società l'aggiornamento costante della titolarità delle azioni che si trasferiscono) per l'espressione del voto negli specifici ordini del giorno, oltre che per la verifica delle esatte condizioni di legittimità del voto stesso.

Il dibattito svoltosi negli Stati Uniti ha introdotto importanti stimoli intellettuali. Nelle esperienze di *public company* la soluzione della questione delle procure di voto (*proxies fights*) con le quali si delega un soggetto terzo competente a essere portatore del diritto di voto nelle assemblee in nome di raggruppamenti di piccoli azionisti si realizza in soggetti (vere e proprie società) specializzati. Come si è detto sopra, questi soggetti possono anche coincidere con le società gerenti dei fondi per gli acquisti di azioni da parte dei dipendenti stessi. Anche tali prospettive richiedono un'attenta e oculata legiferazione e un costante monitoraggio per evitare un'eccessivo concentrazione, troppo spesso nascosto, dei diritti di voto.

Il problema della rappresentatività è ripreso anche dal dibattito sui cosiddetti voti di lista. Essi costituiscono strumenti tesi a garantire una più equa rappresentanza nel consiglio d'amministrazione (CdA), specificando liste per gruppi di azionisti così da realizzare una sorta di rappresentanza proporzionale. Tale principio, ad un più attento esame, potrebbe creare problemi di omogeneità dei CdA, ragion per cui esso, pur non considerato nella normativa italiana in materia, richiederebbe, comunque, delle soglie minime di rappresentanza.

La struttura dei mercati finanziari, la concentrazione del possesso dei capitali su di essi sono determinanti per la riuscita di qualsivoglia processo di creazione di *public companies*. Ne sono testimonianza le vicende legate alla privatizzazione di Comit e Credit: a fronte di un tetto del 3% al possesso azionario, i meccanismi dell'Opa obbligatoria e dell'obbligatorietà della pubblicizzazione dei patti parasociali non hanno impedito che un raggruppamento del 15% del capitale fra pochi azionisti abbia consentito di controllare, di fatto, due fra le più grandi banche nazionali.

La vendita diretta delle imprese pubbliche

Oltre alla cessione della proprietà tramite le tecniche di collocamento borsistico, la cessione di imprese pubbliche può avvenire anche attraverso un processo di contrattazione più o meno mediato fra le parti in causa: soggetto acquirente e soggetto venditore possono infatti contrattare

direttamente una posizione di equilibrio fra interessi contrapposti al fine di definire le condizioni dello scambio.

La tecnica della **Trattativa diretta** prevede che un'impresa pubblica venga ceduta a un'altra società (*private sale*) o a un gruppo predefinito di investitori istituzionali (*private placing*). Il prezzo di vendita può essere negoziato direttamente fra le parti (al fine di tener conto anche di diverse specificazioni contrattuali sulla gestione dell'impresa che avranno valorizzazione dopo la sua dismissione), oppure essere definito tramite una procedura ad asta (cioè, al massimo offerente, o a colui che offre la migliore combinazione fra prezzo d'offerta, garanzie gestionali e così via). La stessa cessione a manager o dipendenti dell'impresa che si vuole privatizzare può avvenire facendo ricorso a questa tecnica, attraverso un'esplicita contrattazione fra le parti in causa: titolari delle azioni dell'impresa pubblica e rappresentanti dei manager e dei dipendenti. La vendita diretta, quindi, implica il passaggio di proprietà di un'impresa pubblica dallo Stato o dall'ente locale a soggetti acquirenti ben identificati, com'è ampiamente successo in Italia e nel mondo negli ultimi 10/15 anni, attraverso una più o meno semplice contrattazione diretta. Per quanto siano state meno pubblicizzate dai *mass media* ed abbiano spesso alimentato limitati dibattiti, le privatizzazioni di quote intere o di controllo o di sola partecipazione in imprese pubbliche realizzate attraverso vendite dirette sono state assai numerose in Italia come all'estero. I motivi per cui può essere opportuno ricorrere ad una vendita diretta di un'impresa pubblica, non facendo, quindi, transitare del tutto sul mercato l'operazione, sono riconducibili ad una serie di ragioni:

- 1) la necessità di realizzare una ristrutturazione industriale e finanziaria dell'impresa pubblica in tempi brevi, cogliendo opportunità contingenti;
- 2) la necessità di procedere ad un rilancio aziendale col vincolo di tutelare i livelli occupazionali, la dinamica degli investimenti necessari, ampliare il capitale proprio e risanare posizioni debitorie senza, tuttavia, disporre di risorse pubbliche sufficienti;
- 3) la volontà di perseguire specifici obiettivi di politica industriale, dettati da motivi di specializzazione tecnologica (ad esempio, accorpamento di imprese operanti in settori di forte innovazione tecnologica su scala internazionale) o dalla necessità di potenziare gruppi industriali nazionali che fronteggiano la concorrenza internazionale;
- 4) la necessità di discernere (in modo evidentemente discrezionale) fra i potenziali interlocutori quelli ritenuti in grado di gestire più efficientemente e con più garanzie l'impresa da privatizzare;
- 5) l'opportunità di considerare le rilevanti peculiarità sociali e la forte rilevanza nel tessuto produttivo locale di determinate imprese;
- 6) la volontà di conseguire particolari assetti partecipativi al capitale della futura impresa privata (ad esempio, stimolare *joint-venture* fra un gruppo di operatori del settore, stabilire l'ingresso di fornitori o dipendenti e così via).

Per quanto le necessità e le opportunità sopra elencate siano assai frequenti e, in linea di principio, del tutto legittime, **un fondamentale problema di tale modalità di dismissione è la trasparenza**, poiché non solo la definizione del prezzo della dismissione di imprese per via discrezionale/diretta può essere sempre accusato di distorsione, specie per quelle imprese che non sono quotate in borsa³², ma l'intera procedura può essere tacciata di favorire l'uno o l'altro gruppo industriale o di avere finalità non evidenti. Lo stesso C.I.P.E. pur consentendo agli Enti e alle aziende pubbliche di utilizzare forme di trattativa privata, ne stabiliva l'opportunità e la legittimità "... *solamente dove ricorrano interessi pubblici di particolare rilevanza*". Mettere a punto processi di vendita diretta assolutamente corretti e trasparenti è arduo: la complessità delle finalità che si vogliono perseguire, del disegno di politica industriale, finanziaria e occupazionale, infatti, sono tali da rendere comunque imperfetta la loro traduzione in termini di condizioni di prezzo e di vincoli contrattuali, e quindi l'intero processo di vendita diretta.

³² Se considerazioni attinenti gli obiettivi strategici o extra-economici sono rilevanti nella determinazione del prezzo *minimo* che l'ente dismettente è disposto ad accettare, per altro verso i vincoli imposti all'acquirente nel processo di negoziazione (con particolare riferimento alla ristrutturazione degli organici) influenzano il prezzo *massimo* che esso sarà disposto a pagare. Esiste, quindi, uno spazio di manovra discrezionale su cui si appuntano le problematiche della trasparenza.

In tali processi, si sono riscontrate differenze fra le esperienze britanniche e francesi e quelle italiane: nelle prime, fin dagli anni ottanta sono state codificate ed esplicitate delle procedure *ad hoc* il più possibile oggettive per valutare le possibili controparti nella transazione (spesso attraverso la definizione di proposte d'offerta entro determinati periodi, con scelta della migliore); in Italia, invece, la sostanziale assenza di un quadro normativo sufficientemente chiaro ha favorito criteri di scelta discrezionale per definizione tacciabili di scarsa trasparenza.

La **valutazione del prezzo di dismissione** è relativamente semplice nel caso di società già quotate, essendo possibile ricorrere a una media degli ultimi valori delle azioni sui diversi mercati in cui tale società è quotata, dei dividendi pagati e dai tassi di sviluppo prospettati. Nel caso di società non quotate si deve, invece, ricorrere a *proxi* della redditività, quali il margine operativo lordo sul fatturato o altri indicatori di performance reddituale; il timore dell'insuccesso del collocamento e il perseguimento di disegni di politica industriale fondati su riassetto proprietari, tuttavia, si sono tradotti in significativi fenomeni di *underpricing* manifestatisi all'indomani della privatizzazione.

Procedure di pre-valutazione delle aspettative degli operatori di mercato hanno caratterizzato le fasi precedenti il collocamento borsistico delle ex-imprese pubbliche: scelta degli intermediari finanziari, valutazione di proposte ricevute sulla base di particolari bandi di concorso per l'assegnazione di titoli di imprese pubbliche, ecc....

Rispetto alle tecniche di OPV, i principali difetti e problemi della Trattativa diretta consistono:

- nelle difficoltà di assicurare un'adeguata trasparenza alle transazioni e, quindi, nascondere collusioni con l'acquirente;
- nel rischio di produrre eccessive concentrazioni del potere di mercato nelle mani di pochi (con intrecci di partecipazioni che finiscono col cristallizzare i rapporti di potere consolidatisi), con grave rischio di compromettere un'effettiva concorrenza sul mercato dei titoli di proprietà;
- nella difficoltà di determinare il prezzo di vendita, ovvero nella difficoltà di applicare i criteri più o meno oggettivi proposti dalla teoria economica (infatti è spesso opportuno procedere con la quotazione in borsa, dalla quale, poi, trarre indicazioni per il prezzo di vendita).

Ad essi, tuttavia, si associano dei vantaggi non altrimenti realizzabili ricorrendo solamente alle altre strategie di dismissione:

- la vendita del pacchetto di controllo di un'impresa può incrementare gli introiti, in quanto può dar luogo al pagamento da parte degli acquirenti di un "premio di maggioranza", ovvero della somma associata non al valore delle singole azioni, bensì al controllo dell'impresa nel suo complesso (cosa possibile solo con un processo di contrattazione bilaterale fra le parti in causa);
- la conoscenza dell'acquirente permette l'inclusione, nella trattativa, di altri possibili vincoli o condizioni collaterali (il mantenimento dei livelli occupazionali, accordi di cooperazione in taluni settori o aree geografiche e così via) e, quindi, la possibilità di impedire il trasferimento in mani straniere o verso soggetti cui non si ritiene opportuno trasmettere le proprietà in questione.

Questa tecnica costituisce dunque uno strumento efficace a supporto della politica industriale nazionale, ma non è adatto a perseguire obiettivi di irrobustimento del mercato azionario, essendo una continuazione della diffusa prassi di aggiramento dello stesso in rilevanti passaggi di proprietà azionaria.

Ancora una volta, si sottolinea la necessità di coniugare gli obiettivi generali, troppo spesso antitetici, della privatizzazione che spingono verso il rafforzamento dei processi di allocazione delle risorse attraverso il mercato ampliandovi le contrattazioni ed i soggetti che su di esso gravitano, con contingenti necessità di politica economica ed industriale. Il perseguimento di queste ultime, quanto meno, dovrebbe comunque avvenire cercando di massimizzare trasparenza ed accessibilità alle operazioni di dismissione.

Struttura della Trattativa Diretta.

Publicazione di un invito a manifestare interesse all'acquisto di azioni	L'invito a manifestare interesse viene pubblicato sui principali quotidiani nazionali ed esteri e contiene l'indicazione dei requisiti sulla base dei quali verranno selezionati i soggetti offerenti, per essere ammessi alla fase successiva della procedura di vendita.
Ricezione e selezione delle manifestazioni di interesse	I candidati interessati inviano una manifestazione di interesse, unitamente alla sottoscrizione, nelle forme previste, di un impegno alla riservatezza sulle informazioni/dati ricevuti sulla società oggetto di cessione. Ai candidati selezionati sulla base dei requisiti indicati, viene inviato un <i>information memorandum</i> contenente informazioni dettagliate sulla società.
Presentazione di offerte preliminari non vincolanti	Tale fase viene inserita nella procedura di vendita quando si prevede di ricevere un numero molto elevato di offerte. I soggetti selezionati vengono invitati a presentare un'offerta economica non vincolante, sulla base della quale vengono selezionati per la fase successiva della procedura.
Due diligence	I soggetti selezionati vengono ammessi alla <i>data room</i> , per compiere attività di <i>due diligence</i> , ossia analisi legale, patrimoniale, strategica e finanziaria sui documenti della società. Tale fase include altresì incontri con il <i>management</i> della società e visite ai siti produttivi. Viene inoltre consegnato ai candidati una bozza di contratto di vendita oggetto di negoziazione.
Presentazione di offerte vincolanti	Al termine della fase precedente, ai candidati viene richiesta la presentazione di un'offerta vincolante e irrevocabile per un periodo predeterminato, con indicazione delle modalità di finanziamento dell'acquisizione e l'accettazione dei termini contrattuali proposti a seguito della negoziazione. La selezione avviene, quindi, sulla base del prezzo offerto e degli altri elementi richiesti.
Sottoscrizione del contratto di vendita	Il soggetto selezionato sottoscrive con il venditore il contratto di vendita
Ottenimento delle autorizzazioni richieste per l'acquisto della partecipazione	
Pagamento del prezzo e girata delle azioni	

Fonte: Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica,
Libro Bianco sulle privatizzazioni – aprile 2001.

Le privatizzazioni striscianti o incrementali

Le incertezze valutative, le difficoltà d'ordine sindacale, procedurale e giuridico (come la trasformazione delle imprese pubbliche in S.p.A.) e/o finanziarie (sottocapitalizzazione) ed economiche (deficit consistenti), oltre all'impatto emotivo e alla volontà di non creare eccessivi problemi di intasamento sul versante dell'offerta di titoli su mercati non troppo capienti, costituiscono tutte motivazioni che hanno spesso indotto strategie di *privatizzazione dilazionata* o in *tranches successive*.

I collocamenti parziali, altrimenti definiti **privatizzazioni incrementali**, prevedono il cadenzamento in diverse fasi successive delle collocazioni di azioni, facendo, fra l'altro, largo uso di strumenti indiretti di dismissione differita (quali le emissioni di obbligazioni con *warrant*) e di progressivi allargamenti al capitale privato (spesso fatte passare come *joint-ventures* pubblico-privato). Evidentemente, tali strategie legano il loro successo alla credibilità globale del governo che ne predispose l'avvio. Una sospensione, ad esempio, potrebbe costare assai cara in termini

d'introiti attesi per l'innescarsi di aspettative negative sul processo di privatizzazione e sugli stessi corsi azionari. Tale strategia implica una progressiva *diluizione* della proprietà pubblica grazie al graduale ingresso di capitali privati, solitamente preceduto da una strategia di ristrutturazione di un soddisfacente equilibrio finanziario attraverso:

- a) l'aumento dei fondi di dotazione pubblici per la copertura dei debiti accumulati;
- b) l'assorbimento di questi da parte di una società pubblica *ad hoc* (è stato il caso delle privatizzazioni ferroviarie giapponesi);
- c) l'utilizzo del capitale pubblico esistente per il risanamento finanziario con successivo aumento di capitale sottoscritto da privati;
- d) smobilizzi patrimoniali.

Ristabilito un adeguato equilibrio finanziario, allora si procede con la diluizione della proprietà pubblica diretta in diversi modi:

- 1) lo Stato s'impegna a non sottoscrivere gli aumenti di capitale nelle imprese pubbliche riservando le nuove emissioni a privati. In tal caso, l'emissione di nuove azioni per l'ingresso di investitori privati nell'impresa pubblica può avvenire in diversi modi (offerta pubblica o sottoscrizione privata limitata a un ben specificato *friendly core* di investitori) al fine di coalizzare un nucleo di imprenditori di riferimento che rassicurino i mercati finanziari e realizzino un chiaro disegno di politica industriale.
- 2) qualora esista un deficit di bilancio precedente è possibile attuare una strategia sequenziale che preveda l'assorbimento delle perdite con il capitale proprio esistente e la sua successiva espansione (una volta ottenuto un soddisfacente equilibrio finanziario) attraverso aumenti di capitale sottoscritti da privati;
- 3) vendita di quote di proprietà pubblica (o sottoscrizione privata di aumenti di capitale) ed emissione di titoli del debito con *warrants* sulle quote pubbliche, al fine di riequilibrare l'assetto finanziario dell'impresa;
- 4) costituzione di società miste (*joint-ventures*) titolari di parti scorporate *ad hoc* dall'organizzazione pubblica, finalizzate all'assolvimento di attività addizionali ovvero al potenziamento di altre esistenti;
- 5) combinazioni fra quest'ultima opzione ed una delle altre tre.

La strategia della privatizzazione incrementale si coniuga meglio d'ogni altra agli obiettivi di attenuazione dell'impatto sull'opinione pubblica o di mantenimento, almeno iniziale, del controllo e dell'influenza su alcuni settori strategici. Inoltre, tale strategia si coniuga meglio con i complessi e lunghi processi di ristrutturazione e di eventuale trasformazione della natura giuridica delle imprese ed enti pubblici in società per azioni collocabili. Un'altra motivazione delle strategie di privatizzazione incrementale è la possibilità di testare progressivamente il mercato per captarne la recettività rispetto alla società che si vuole dismettere. Tale strategia può consentire una miglior calibrazione del prezzo per successive OPV e incrementare gli introiti catturando le lievitazioni dei corsi azionari.

Le **privatizzazioni per fasi** si sono, quindi, strutturate secondo il seguente iter:

- 1) attuazione di un processo di ristrutturazione aziendale, quanto meno finanziaria, delle società per azioni pubbliche da collocare presso gli investitori privati;
- 2) la dismissione di una prima quota di azioni a investitori istituzionali o "di riferimento";
- 3) la diffusione della restante proprietà nella collettività.

In Francia, ad esempio, la prima dismissione fu fatta con vendita diretta (negoziazione extra-mercato) a ben specificati investitori (il 36,9% nel caso della Compagnie Financière de Suez) e, dopo averne verificato i risultati, si è esteso l'azionariato³³.

Un altro caso di privatizzazione per fasi successive è quello della Britoil, nel 1982. Essa fu praticata con una procedura d'asta a prezzo minimo: la prima collocò solo 70 dei 255 milioni di azioni al prezzo di 215p. per azione (anche per l'estrema incertezza che regnava nel settore), la seconda prefigurò un sistema di incentivi per i piccoli risparmiatori con ribassi del 20% e *bonus* per ulteriori azioni a coloro che si impegnavano a non rivenderle nei successivi tre anni (35.000 sottoscrittori, adesioni del 92% dei dipendenti).

Uno degli aspetti più interessanti delle strategie di privatizzazione incrementale è la possibilità di diffondere nuovi stimoli all'efficienza gestionale e di espandere attività d'interesse pubblico senza oneri aggiuntivi sui contribuenti, specie attraverso forme di *private financing*. Si tratta, cioè, di introdurre criteri privatistici di selezione degli investimenti, attenuando le distorsioni indotte dalle discrepanze fra gli obiettivi politici generali ed i comportamenti burocratici delle organizzazioni pubbliche. Anche a tale riguardo, casi estremamente interessanti ci vengono proposti dall'esperienza inglese. Ad esempio, la difficoltà ed i tempi per il reperimento di fondi pubblici per la costruzione di talune importanti arterie autostradali hanno indotto la formazione di consorzi misti. Essi hanno consentito il rapido formarsi del capitale necessario all'altrettanto rapida costruzione di strade nella Contea del West Midlands a cui hanno partecipato, oltre ad autorità pubbliche locali, anche soggetti privati quali National Westminster Bank, Tarmac Construction Ltd., Saturn Management Ltd. Analoghi esperimenti sono stati realizzati con altre autorità locali per la costruzione di alloggi (Liverpool, Glasgow). Anche le privatizzazioni della National Bus Company e della British Steel Corporation sono state avviate con progressivi ingressi di capitale privato. Gli esempi concreti avvalorano l'impressione che questa strategia per fasi successive sia, forse, quella che meglio si presta ad attuare una politica di privatizzazione dell'economia sia a largo raggio che nel tempo.

Politica industriale e strategie di privatizzazioni: la creazione di nuclei stabili di riferimento o "noccioli duri"

Diverse esperienze di privatizzazione, a partire da alcune operazioni di rilievo effettuate dal governo francese, hanno coniugato la tecnica dell'OPV con quella della vendita diretta, strutturando il processo in due fasi:

- 1) la prima di *Block Trading*, ovvero di vendita diretta e mirata del pacchetto azionario di controllo (attorno al 50%)
- 2) la seconda imperniata sulla tecnica dell'OPV, collocando le altre quote azionarie in modo diffuso, tutelando con un'apposita normativa gli azionisti di minoranza.

Queste strategie sono state pensate per creare assetti proprietari particolari, sulla base di strategie di politica industriale tese al rafforzamento di gruppi di industriali nazionali e, più in generale, all'accrescimento della capacità competitiva dell'industria del proprio paese. Tali assetti proprietari sono realizzati con una strategia a due fasi successive a partire dalla creazione dei cosiddetti ***noccioli duri***. Si tratta, cioè, di mirare la vendita diretta ad un prezzo prefissato di un pacchetto azionario di rilievo dell'impresa che si vuole cedere, suddiviso in piccole quote, ad una pluralità di

³³ La prima privatizzazione thatcheriana, già nel novembre 1979, riguardava la British Petroleum, che istituì una *joint-venture* col capitale privato, essendo posseduta al 51% dal governo britannico. Fu offerta al mercato un'ulteriore quota del 5%, portando al 46% il controllo pubblico: ciò implicò un trasferimento di responsabilità dal governo ai privati delle passività della Bp stessa. Nel 1983 un ulteriore 7% fu dismesso attraverso un meccanismo d'asta al rialzo (il prezzo di 3,63 sterline per azione della fine del 1979 fu portato a 4,35). Nel febbraio 1981, il Segretario di Stato per l'industria offrì ai privati il 51,6% della British Aerospace (Ba). Dei 100 milioni di azioni offerte a 150p. ognuna, il 40% fu acquistato dai 27.000 dipendenti, i quali godettero di un immediato rialzo del 14% del corso di tali azioni. Gli introiti netti della dismissione (dopo che dai 148,6 milioni di sterline lordi furono dedotti per la transazione 5,7 milioni, e per l'assegnazione alla compagnia 100 milioni) furono 42,9 milioni di sterline. La successiva dismissione del capitale residuo del 48,4% avvenne nel maggio 1985, con un premio per i sottoscrittori del 20%. Data la rilevanza strategica del settore, il governo si premunì di una cosiddetta *golden share*, che ne codificava il diritto di voto in caso di *takeover* ostili da parte di soggetti stranieri.

soggetti di riferimento in grado di costituire un sindacato di controllo dell'impresa. L'affidabilità e la stabilità di quest'ultimo condiziona il successo della successiva OPV sul restante capitale azionario a favore di piccoli azionisti e dipendenti. Si tratta, quindi, di una sorta di *public company* nella quale, tuttavia, un gruppo di soggetti possessori di quote relativamente più cospicue (3-5% ciascuno) forma il sindacato di controllo effettivo e fa da riferimento per l'intera società. La creazione di un gruppo stabile di azionisti individuati mediante il meccanismo della vendita diretta consente:

- 1) di collocare l'impresa privatizzanda (o una quota di controllo della stessa) presso soggetti in possesso di competenze specifiche, beneficiando di possibili sinergie con le attività industriali degli acquirenti, con l'obiettivo di favorire il rafforzamento competitivo delle aziende coinvolte o di stimolare la creazione di nuovi soggetti industriali, in grado di risultare competitivi a livello europeo ed internazionale;
- 2) di vincolare la cessione delle quote agli acquirenti al rispetto di determinate condizioni contrattualmente definite, coerenti con le finalità strategiche della privatizzazione o con altri obiettivi di politica pubblica (mantenimento dei livelli occupazionali e produttivi, divieto di modifica dell'assetto attuale tramite la cessione di rami d'azienda o partecipazioni, divieto di modifica dello statuto della società acquisita,...);
- 3) di massimizzare gli introiti, sia per effetto della competizione tra una pluralità di soggetti, sia in quanto il prezzo di cessione tende ad incorporare il c.d. premio di controllo.
- 4) di evitare scalate indesiderate alla proprietà (*takeovers* ostili), che potrebbero essere facilitate dall'estrema polverizzazione della proprietà dell'impresa stessa³⁴;
- 5) di evitare l'affermazione di singoli individui all'interno della società, essendo possibile fissare limiti al possesso individuale e, soprattutto, sfruttando il reciproco interesse al mantenimento della stabilità dell'impresa³⁵ dei soggetti facenti parte dei noccioli duri;
- 6) di sottolineare le finalità di politica industriale attraverso l'individuazione di soggetti partecipanti al nocciolo duro decisamente impegnati ed interessati nel settore nel quale opera l'impresa privatizzanda; ciò è, però, possibile solo qualora sia presente un numero ampio di grandi soggetti efficienti fra i quali individuare, di volta in volta, quelli titolati e legittimati a far parte di tale nucleo stabile di riferimento. Quando, al contrario, l'insieme dei grandi soggetti aventi interessi industriali specifici è troppo limitato si realizza l'obiettivo inverso di aumentare la concentrazione proprietaria, consegnando in mano a pochi oligopolisti la proprietà dell'impresa privatizzata senza richiedere loro un grosso esborso, e non tutelando dunque l'interesse della nazione e del mercato.

Come si è detto, il beneficio di una strategia mista deriva dalla possibilità di sfruttare sia i vantaggi della OPV, sia quelli della vendita diretta. Nella fattispecie, si può avere una sostanziale pubblicità delle transazioni in borsa, che potrebbero attenuare presunti contenuti speculativi della cessione del *large block*, riuscendo peraltro a evidenziare un premio per la vendita del pacchetto di controllo, oltre a limitare al massimo sia lo sconto che altrimenti il mercato avrebbe imposto a un tale lotto di titoli, sia quello implicito nell'*underpricing* della OPV a favore dei piccoli azionisti. Presupposto necessario, comunque, è l'annuncio simultaneo delle due operazioni, oltre ad un'adeguata normativa sul *block trading*, sull'OPA, sulla tutela dei piccoli azionisti e su tutto ciò che rende credibile e affidabile l'intera operazione.

Le strategie di dismissione mista possono generare importanti sinergie finanziarie, sfruttando le prerogative di diversificazione del canale borsistico via OPV e di concentrazione delle tecniche di

³⁴ Il ministro francese delle finanze, in un'intervista rilasciata alla l'8/9/1987 affermò, al proposito, che: "... se vendessimo tutte le azioni al grande pubblico, il risultato sarebbe quello di polverizzare il capitale di queste imprese in una miriade di piccoli azionisti e le società si troverebbero esposte a qualsiasi tentativo di scalata senza potersi difendere. Perciò bisognava dare a queste aziende un nucleo stabile di azionisti decisi a difendere l'assetto proprietario".

³⁵ Senza alcuna pretesa di completezza, si può collegare tale strategia di riorganizzazione degli assetti proprietari in senso stabilizzante alle caratteristiche delle proprietà e dei controlli incrociati fra più soggetti istituzionali (banche, *lander*, sindacati, fondi pensioni, altre imprese e così via) che si registrano in molte grandi industrie tedesche. Esse, in effetti, garantiscono la trasmissione dell'interesse collettivo dello sviluppo e della stabilità generale fin all'interno della proprietà delle imprese.

vendita diretta. Continui *feedback* possono infatti generarsi fra i due processi di vendita: un esito positivo di un'emissione borsistica farebbe aumentare il prezzo di riferimento per la vendita diretta e viceversa, amplificando gli aspetti favorevoli della strategia mista.

Le strategie miste saranno tanto più efficaci quanto più sarà chiaro, fin dall'inizio, il progetto di privatizzazione nel suo insieme, in quanto la stessa quotazione iniziale in Borsa delle quote di minoranza è influenzata positivamente dalle aspettative sulla successiva vendita diretta della quota di maggioranza: se le condizioni generali del mercato sono tali da far presagire un'accoglienza favorevole, allora anche la successiva vendita diretta risulterà positivamente influenzata, per il sostenuto prezzo di riferimento.

Ne deriva una sorta di teorica ottimalità delle strategie miste di dismissione (collocamento iniziale in Borsa di quote di minoranza, seguita dalla vendita diretta del pacchetto di controllo) alla stregua dell'esperienza francese.

La creazione dei cosiddetti **nuclei stabili** è stata concepita in Francia attraverso la legge 6/8/1986 e dalle modalità di attuazione espresse solo due mesi più tardi dalla legge 24/10/1986. In tale ambito ha assunto un ruolo centrale la Commissione per la Privatizzazione. Essa era composta da eminenti esperti professionali e accademici, che dovette compiere indagini sulle reali strategie industriali, sulle capacità finanziarie e sulle caratteristiche dei mercati dei gruppi identificabili come possibili partner dell'iniziativa di creazione dei nuclei stabili. La preparazione di dossier specifici ha informato, poi, la scelta del ministro per l'economia. Le quote cedute ai nuclei di azionisti di riferimento oscillavano dal 30 al 50% della proprietà globale.

In Italia, la tecnica della vendita diretta di azioni ad un gruppo strategico di investitori, seguita dalla formulazione di una OPV, fu adottata prevalentemente per operazioni di importanza secondaria, con alcune eccezioni di rilievo: ad esempio, nel 1997, per procedere alla prima fase della dismissione di Telecom Italia, il governo lanciò un'OPV e contestualmente procedette alla vendita diretta del 6,62% del capitale sociale a un gruppo di investitori finanziari avente come capofila la famiglia Agnelli. Analoga strategia è stata adottata nel 1998 per la dismissione della Banca Nazionale del Lavoro, che vide, accanto al lancio di una OPV, la vendita diretta del 25% del capitale sociale a INA, BBVA e Banca Popolare Vicentina. Altre operazioni simili furono realizzate per la privatizzazione della società Autostrade, del Banco di Roma e della società Aeroporti di Roma (ADR).

Il problema della struttura proprietaria e di controllo accese un dibattito tra due fronti contrapposti, spesso non ben ancorato a solide argomentazioni economiche. Da una parte, i sostenitori del modello della *public company* evidenziavano il ruolo dell'azionariato diffuso per facilitare la contendibilità dell'impresa. Dall'altra parte, invece, i fautori del modello *noyaux durs* sottolineavano l'importanza degli azionisti di controllo per monitorare l'operato del management. In realtà l'esperienza ha messo in luce che i modelli non sono opzioni alternative: gli esiti sono infatti determinati da scelte intenzionali, ma soprattutto da vincoli istituzionali.

La scelta di *policy* sembra essere stata comunque un compromesso – rilevabile *ex post* ed ottenuto seguendo criteri empirici e di volta in volta diversi - tra i due diversi modelli. Per evitare un'eccessiva concentrazione di potere, la legge prevede la possibilità di introdurre nello statuto della società un limite del 5% alle partecipazioni. Un singolo azionista, o un gruppo di azionisti che agiscono in concerto attraverso un patto di sindacato, che possiede più del 5% del capitale sociale non può comunque esercitare i diritti di voto in eccesso rispetto a tale limite. Inoltre, i vincoli statutari non possono essere modificati per un periodo di tre anni, ma chiaramente non si applicano nei casi di una scalata. I diritti degli azionisti di minoranza possono essere accresciuti introducendo meccanismi speciali di voto (voto di lista) per gli amministratori nelle società appunto dove sono presenti questi limiti alla proprietà azionaria. In particolare, gli azionisti che rappresentano almeno l'1% del capitale votante sono autorizzati a presentare una propria lista di candidati al Consiglio di Amministrazione (CDA), e almeno un quinto dei membri del CDA devono essere riservati all'elezione attraverso queste liste di minoranza. Dall'altro lato, per agevolare un certo grado di concentrazione della proprietà, la legge stabilisce la possibilità di vendere azioni ad un gruppo prestabilito di investitori vincolati da una clausola di *lock-up* e da specifici *undertakings*.

Per quanto riguarda le privatizzazioni realizzate mediante costituzione di un nucleo stabile di azionisti di riferimento, l'Amministrazione, dopo aver ricordato che sono consentite espressamente dalla legge 474/94 anche per la dismissione di partecipazioni di controllo, precisa che tali operazioni avevano lo scopo di assicurare una stabile *governance* aziendale nella prima fase post privatizzazione, mediante la selezione e individuazione di qualificati operatori industriali con comprovata esperienza gestionale per società proprietarie di *asset* considerati strategici per la nazione. La selezione dei candidati alla costituzione del nucleo stabile – aggiunge l'Amministrazione – è avvenuta sulla base di una procedura caratterizzata da trasparenza informativa verso i potenziali candidati e da criteri di selezione basati, tra l'altro, sulle competenze gestionali dei candidati stessi. Non c'è stata alcuna limitazione alla possibilità di partecipare alla formulazione di un'offerta a gruppi diversi di offerenti: i requisiti richiesti ai partecipanti al futuro nucleo stabile si sono resi necessari per tenere conto delle caratteristiche minime (in termini patrimoniali e di competenze degli offerenti) che operazioni importanti quali la privatizzazione di Telecom Italia rendevano necessarie.

Sempre secondo quanto riferito da ultimo dall'Amministrazione, la modalità della trattativa diretta, così come le altre, viene fissata da un provvedimento del Governo (DPCM su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, d'intesa con il Ministro dello sviluppo economico), sentito il Comitato privatizzazioni. Il DPCM, ancorché non soggetto al controllo preventivo della Corte dei Conti, viene comunque pubblicato sulla Gazzetta ufficiale. La trattativa diretta, peraltro, viene rivolta, come prima detto, a una pluralità di potenziali acquirenti e non a uno o più soggetti già predeterminati, garantendo la massima trasparenza e non discriminazione dei partecipanti e quindi degli altri concorrenti rispetto agli acquirenti.

Le golden shares: fra regulation e new public governance

Anche se abbiamo avuto modo di vedere come articolate strategie di privatizzazione possano perseguire più obiettivi, il problema della tutela degli interessi pubblici in settori oggetto di privatizzazioni non è di facile soluzione. Del resto, lo slogan semplicistico "più mercato meno Stato" non sarebbe nient'altro che uno slogan se non si provvedesse a determinare soluzioni strutturali ed istituzionali che, congiuntamente alla privatizzazione degli assetti proprietari, possano effettivamente contribuire alla soluzione di quei problemi che prima giustificavano la proprietà pubblica ed ora legittimano la sua trasformazione.

La frequente decisione di mantenere in mano pubblica il controllo del pacchetto di maggioranza, solitamente indicato nella vulgata giornalistica nel 51% del capitale azionario delle imprese pubbliche, al fine di mantenere pur sempre sotto controllo diretto la dinamica dell'impresa e della sua attività, non può che essere valutata negativamente dal mercato, specie nella misura in cui ciò è percepito come volontà di mantenimento delle intrusioni politiche nelle gestioni aziendali che tanto danno hanno arrecato.

Si illustra, ora, come la tutela degli obiettivi di pubblica utilità, in realtà, non passi necessariamente per il mantenimento del 51% del capitale azionario.

Affinché si concretizzino gli effetti desiderati dalle politiche di privatizzazione occorre rafforzare il ruolo di regolazione e intervento indiretto dello Stato o delle autorità politiche nazionali o locali di riferimento. Ciò può avvenire attraverso l'applicazione di regole e la costruzione di istituzioni in grado di vigilare sull'effettiva persistenza di quei fenomeni *market-oriented* che hanno motivato le stesse privatizzazioni. Così, la tutela degli interessi pubblici nei settori di elevata utilità sociale o di fondamentale importanza per l'economia del paese, si è spesso tradotta nell'adozione di strumenti quali la *golden share pubblica* e nell'istituzionalizzazione di organi esterni di monitoraggio, come le *public authorities*. Ancora, la tutela della molteplicità dei soggetti costituenti le *public companies* e, in generale, il rafforzamento del mercato finanziario, hanno richiesto strumenti fiscali per agevolare l'investimento azionario, leggi sull'OPA e la tutela dei piccoli azionisti, sull'*insider trading* e così via. Come si è già avuto modo di sottolineare, tali provvedimenti non costituiscono impedimenti al libero agire dei meccanismi di mercato, contribuendo, anzi, in modo fondamentale a definire i contorni del mercato stesso.

In gran parte delle esperienze di privatizzazione totale di imprese operanti in settori strategici per il paese o di rilevante utilità sociale non si è però del tutto preclusa la possibilità di una qualche forma di intervento pubblico diretto a tutela di specifici e circostanziati motivi di interesse pubblico nell'attività della stessa impresa. Ciò trova una prima manifestazione nel mantenimento di una sorta di diritto o riserva d'intervento in particolari circostanze, cioè nell'istituto della *golden share* (o, secondo la dicitura francese, *action spécifique*).

La golden share è un'azione con caratteristiche speciali che viene emessa a favore del governo o del policy-maker di riferimento. Mantenere una *golden share* consente allo Stato o all'ente locale, in particolari casi, di avere pieno e legittimo diritto d'intervento, per quanto privato del diritto di voto. Tale opportunità è stata generalmente prevista, ad esempio, in caso di *takeovers* ostili o per contrastare l'ingresso di eccessivi capitali stranieri in ex imprese pubbliche di notevole rilevanza sociale. Inoltre, nel caso di forti peggioramenti dei corsi azionari, si è reso spesso necessario un intervento di sostegno mirato.

Come hanno evidenziato le esperienze francesi e anglosassoni, il mantenimento di interessi pubblici può non essere in contraddizione con la buona accettazione da parte del risparmio privato o, più in generale, con una gestione efficiente delle imprese pubbliche qualora tali interessi siano chiaramente espressi nell'ambito della *golden share*, cioè nell'istituzione di un canale di intervento pubblico eccezionale in caso di grave rischio per l'impresa stessa o per fronteggiare particolari contingenze di predefinita natura. E' chiaro che la definizione di una *golden share* pubblica implica, di nuovo, una chiara definizione dell'oggetto specifico d'interesse pubblico. In Gran Bretagna, ad esempio, ma, anche in Francia, la *golden share* sulle imprese privatizzate si è tradotta in diverse restrizioni o vincoli all'amministrazione delle stesse imprese. In linea di massima la principale prerogativa del sistema *golden share* consente di minacciare e impedire, con l'ingresso nel CdA, lo scorporo, lo smembramento, la cessione o il fallimento dell'impresa stessa, qualora ne ricorrano le condizioni.

I vantaggi della *golden share* sono evidenti quanto più sono chiari e limitati gli ambiti di possibile intervento pubblico, così da non complicare il collocamento dell'impresa stessa, poiché ogni ulteriore vincolo finisce con l'indebolire la propensione ad investire del risparmiatore e, quindi, la redditività attesa della dismissione.

Lo strumento della *golden share* è stato ampiamente utilizzato:

- quando l'impresa privatizzata operava in un settore, quale quello delle forniture di materiale per la difesa e l'interesse nazionale (settore aerospaziale, militare);
- per garantire la dispersione dell'azionariato fra tanti piccoli soggetti;
- per bloccare sul nascere i tentativi di scalate ostili in settori particolarmente delicati.

Sul versante finanziario, la chiarezza sulle caratteristiche del monitoraggio pubblico, sul contenuto delle *golden shares* e sul ruolo delle eventuali agenzie pubbliche di controllo, è necessaria per vincere l'avversione iniziale dei mercati verso eventuali interventi pubblici discrezionali *ex-post*, più o meno di tipo straordinario.

Ciò che i mercati finanziari hanno dimostrato di mal sopportare, infatti, sono le cosiddette “scatole cinesi”, ovvero fenomeni quali:

- 1) le grandi *holding* nelle quali convivono attività assolutamente diverse, con legami interni non trasparenti e troppo complesse nelle relazioni verticali;
- 2) l'assenza di chiarezza nella strategia industriale che informa le strutture conglomerati, dove coesiste di tutto senza un progetto strategico effettivamente unitario;
- 3) le privatizzazioni parziali che lasciano allo Stato almeno il 51% del capitale azionario senza un chiaro disegno di promozione dell'efficienza gestionale e di esclusione dell'ingerenza partitica. In quest'ultimo caso, infatti, l'assenza di circostanziate e chiare giustificazioni che spiegano la persistenza della proprietà pubblica maggioritaria, può lasciar spazio a consistenti dubbi circa l'effettiva volontà di massimizzare l'efficienza gestionale delle stesse imprese. Il timore di confuse interferenze politiche e di nebulose dichiarazioni di pubblica utilità mina

drammaticamente la disponibilità privata (siano essi grandi investitori o piccoli risparmiatori) alla partecipazione al capitale delle medesime società. Occorre, quindi, evitare la vendita di grandi conglomerati dai confini indistinti e dalla composizione interna strategicamente dubbia.

Anche la legge generale sulle privatizzazioni italiana (Legge 474/94) riservava allo Stato la possibilità di intervenire su ex imprese pubbliche totalmente o parzialmente dismesse. A differenza di quanto previsto nell'ambito delle esperienze inglesi e francesi, però, non si può parlare di una vera e propria *golden share* italiana, poiché i poteri pubblici venivano inclusi direttamente nei nuovi statuti delle società dismesse, risultando quindi svincolati dall'effettiva partecipazione azionaria e, soprattutto, consentendo di fatto l'esercizio di un potere gestorio effettivo dello Stato, sia tramite la presenza obbligatoria di uno o più amministratori di nomina governativa nei CdA delle società privatizzate, sia per la possibilità di influenzare l'operatività del management, di bloccare l'acquisizione di quote di partecipazione elevate da parte di altri azionisti o di limitare il potere degli altri azionisti.

La *golden share* venne introdotta negli statuti di sei società: ENI, ENEL, Telecom Italia e Finmeccanica, Terna e Snam Rete Gas e si sostanziava nella previsione di poteri simili per tutte che possono essere sintetizzati come segue:

- L'approvazione del MEF è necessaria per l'acquisizione da parte di soggetti non a loro volta di natura pubblica di quote di partecipazione pari o superiori al 3% del capitale sociale o che comunque rappresentino almeno il 3% dei diritti di voto. In questi casi i diritti di voto vengono ridotti comunque al 3%;
- Il MEF ha diritto ad indicare un membro del CdA e un membro del Collegio Sindacale, in aggiunta ai membri di tali organi da lui designabili qualora azionista della società (fa eccezione Finmeccanica, per la quale la *golden share* garantisce al governo il diritto di eleggere da uno ad un massimo di un quarto dei membri del CdA).
- Il MEF può esercitare il potere di veto nel caso di operazioni e decisioni a carattere straordinario (scioglimento della società, fusioni, acquisizioni, il trasferimento della sede, il mutamento della ragione sociale, l'emendamento o la modifica di qualsiasi tipo di potere speciale).

Generalmente, questi poteri speciali non sono mai stati assoggettati a limiti di durata, con l'eccezione di Telecom Italia, per la quale la *golden share* doveva essere mantenuta solo per i tre anni successivi alla privatizzazione o fino al completamento della liberalizzazione del settore delle telecomunicazioni, e di ENEL, per la quale i diritti speciali dello Stato devono essere confermati ogni cinque anni.

Il governo italiano durante questi anni ha esercitato i suoi poteri nominando i propri rappresentanti nel Consiglio di Amministrazione, ma non ha mai esercitato i suoi poteri speciali per ostacolare operazioni di fusione o l'acquisizione di quote rilevanti di capitale delle imprese privatizzate. Il caso più rilevante è stata la moral suasion, associata a interventi legislativi sul regime di concessione, esercitata nel caso della tentata fusione fra Autostrade e Abertis.

La Commissione Europea ha però contestato la struttura dei poteri speciali riservati al governo italiano, avviando una procedura di infrazione per violazione del principio di libera circolazione dei capitali, uno dei principi base del Trattato di Roma costitutivo dell'Unione Europea. Nel 2003 il governo italiano è quindi stato costretto ad un emendamento alla legge del 1994, inserendo regole più trasparenti nell'esercizio dei diritti speciali dello Stato.

La *golden share* come modificata nel 2003 limita quindi l'esercizio delle prerogative pubbliche solo ai casi di un concreto pregiudizio arrecato "agli interessi vitali dello Stato" ed all'esercizio di un mero potere di:

- Opposizione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti ovvero alla sottoscrizione di patti parasociali per le medesime partecipazioni;
- Veto alla realizzazione di alcune operazioni straordinarie ed in particolare a: scioglimento, fusione, scissione della società, trasferimento dell'azienda, trasferimento della sede sociale

all'estero, cambiamento dell'oggetto sociale, modifiche statutarie che modificano gli stessi poteri;

- Nomina di un amministratore senza diritto di voto e con funzioni di mera "vigilanza" sul corretto svolgimento dell'azione societaria.

La norma quindi esclude che venga attribuito un potere discrezionale indiscriminato alle autorità pubbliche tale da influenzare l'operato del management, e fissa dei rigidi confini al fine di predeterminare i presupposti di fatto e di diritto che legittimano l'esercizio degli stessi, determinando in modo chiaro i presupposti per l'esercizio dei diritti connessi alla *golden share*.