

V. PRIVATIZZAZIONI E RILANCIO DEL MERCATO: CONSIDERAZIONI CIRCA UN POSSIBILE PERCORSO COMUNE

Nelle pagine precedenti abbiamo argomentato che il mercato azionario domestico non potrà non essere il destinatario della parte più rilevante delle privatizzazioni nel nostro paese. Abbiamo anche suggerito che l'attuale situazione di ristagno di tale mercato, resa evidente dalle modeste ed in taluni casi irrisorie valorizzazioni espresse dalle capitalizzazioni di borsa, potrebbe non rappresentare un ostacolo, qualora il programma di privatizzazioni facesse un appropriato uso delle incentivazioni di prezzo e si optasse per l'effettivo collocamento sul mercato di quote rappresentative del controllo delle società privatizzate.

V.1 *"Nuclei stabili" e sequenza del programma di privatizzazioni*

In questo ultimo capitolo ci si pone l'obiettivo di individuare quale potrebbe essere un'opportuna articolazione temporale del programma di privatizzazioni e di mostrare come la realizzazione di un siffatto programma sia in grado di apportare notevoli benefici allo stesso mercato azionario, attivando una sorta di **circolo virtuoso in cui il rilancio del mercato mobiliare conseguente al lancio dei programmi di privatizzazione consente il collocamento di un volume sempre più consistente di azioni di società privatizzate a prezzi via via più attraenti per il venditore.**

Le considerazioni che verranno svolte in questa sede circa la definizione di un'idonea sequenza delle iniziative di privatizzazione traggono spunto dalle riflessioni svolte in precedenza a proposito dei problemi sollevati dal formarsi di public companies in un mercato ancora povero di investitori istituzionali. Si è osservato nel Capitolo V che, al fine di garantire un coerente indirizzo gestionale ed un efficiente controllo sull'amministrazione della società, una soluzione può essere rappresentata dalla costituzione dei cosiddetti "nuclei stabili", ovvero di un pool di investitori stabili ed interessati alla crescita ed alla redditività a lungo termine della società.

Tuttavia, l'adozione nel nostro paese del modello dei "nuclei stabili" incontrerebbe una seria difficoltà, legata alla scarsa disponibilità di capitali privati destinabili all'acquisto di quote significative delle grandi società privatizzate tramite flotation. A questo proposito si osserva quanto segue:

- 1) una buona parte dei soggetti idealmente candidabili a far parte dei "nuclei stabili" è rappresentata da grandi istituzioni finanziarie, attualmente di proprietà statale (istituti di credito ed alcune compagnie di assicurazione).
- 2) I grandi gruppi privati italiani non sembrano al momento disporre delle ingenti risorse necessarie a finanziare questo tipo di iniziative; al contrario, dopo un decennio caratterizzato da una diversificazione forse eccessiva, questi ultimi stanno concentrando la loro attenzione sui rispettivi "core business".

- 3) Sembra comunque preferibile che i capitali eventualmente disponibili presso i gruppi industriali privati siano desinati all'acquisto delle aziende privatizzate cedute tramite vendita diretta; ciò è auspicabile in quanto, come si è argomentato nel Capitolo I, la vendita diretta massimizza il vantaggio netto per il sistema economico; d'altra parte non sembra politicamente accettabile attribuire il ruolo di acquirenti strategici ai soli operatori esteri.
- 4) Neppure il coinvolgimento di investitori esteri nei "nuclei stabili" sembra auspicabile, in quanto sul piano politico si potrebbe facilmente obiettare che in questo modo si "regala" agli stranieri il controllo delle grandi società privatizzate, a fronte di un modesto introito valutario; non si dimentichi che nella formula in esame è implicito un concetto di "leva" (con un piccolo investimento finanziario si ottiene un grande risultato sul piano del controllo).

La soluzione che prospettiamo a questo problema consiste in **un'appropriata sequenza delle iniziative di privatizzazione**, che preveda, in una prima fase, di cedere al settore privato (tramite collocamenti in borsa di quote di maggioranza) i soggetti che potrebbero potenzialmente assumere un ruolo di primo piano nella costituzione dei "nuclei stabili"; **in questo modo si darebbe vita ad una nuova generazione di investitori disponibili ad intervenire nei capitali delle società da privatizzare successivamente.**

La formula trova un'ovvia applicazione nel caso delle banche. Nel precedente Capitolo III avevamo mostrato come il sistema bancario non sia realisticamente in grado di assorbire un volume di azioni superiore ai 10-15.000 miliardi di lire. Abbiamo già argomentato che tale importo risulta essere del tutto insufficiente a coprire l'eventuale "inoptato strutturale" derivante da collocamenti realizzati senza utilizzare strumenti e tecniche che tengano in debito conto le condizioni e le esigenze del mercato borsistico. Tuttavia la medesima capacità di assorbimento potrebbe assumere una potenzialità ben diversa qualora venisse utilizzata per investimenti nei "nuclei stabili" delle public companies privatizzate. Tale investimento infatti, al contrario del caso in cui si configurasse come semplice supporto alle deficienze del mercato, potrebbe acquistare una valenza strategica di ben altro respiro, anche grazie al già citato "effetto leva" che conseguirebbe al controllo di una minoranza qualificata in una public company.

Merita sottolineare che l'utilizzo qui proposto della capacità di assorbimento di partecipazioni azionarie da parte del sistema bancario è funzionale ad una strategia di privatizzazione fondata sulla centralità del mercato mobiliare e sul rispetto delle esigenze e degli interessi degli investitori.

In termini pratici, il programma dovrebbe quindi muovere dalla privatizzazione del sistema bancario, al fine di evitare che la presenza degli istituti di credito all'interno dei "nuclei stabili" sollevi l'ovvia obiezione di aver compiuto privatizzazioni soltanto fittizie.

In questo quadro, il mantenimento da parte dello Stato di quote di minoranza qualificate (o di una "golden share"), al fine di garantire la continuità degli

indirizzi aziendali, costituirebbe un caso particolare all'interno di una strategia di privatizzazioni basata sulla costituzione di "nuclei stabili"

V.2 *Alcune considerazioni conclusive*

Le conclusioni raggiunte nei capitoli precedenti forniscono alcuni elementi atti nel delineare un complessivo piano di privatizzazioni nel nostro paese.

In primo luogo, si ritiene che il collocamento sul mercato dei capitali di importanti società pubbliche non possa e non debba essere ritardato a motivo delle attuali condizioni del mercato azionario domestico. Evidentemente il "pricing" applicabile alle prime operazioni dovrà essere calibrato in funzione delle vigenti condizioni di mercato e dovrà includere una adeguata componente di incentivo. Tuttavia, questo supposto "sacrificio" rispetto al valore teorico attribuibile alle società da privatizzare può essere giustificato sia dal favorevole impatto sulle grandezze macroeconomiche (tassi di interesse), sia dal ritorno che, come l'esperienza francese ed inglese insegnano, tale "investimento" potrà generare in termini di migliori condizioni di collocamento delle operazioni future.

Ciò è collegato agli **effetti positivi che le iniziative di incentivazione apporteranno al mercato mobiliare nel suo complesso.** La creazione di un vasto e diffuso azionariato popolare, che in Francia ed in Gran Bretagna ha assunto dimensioni di grande rilievo proprio in seguito al realizzarsi dei programmi di privatizzazione, costituisce l'efficace premessa al rilancio del mercato mobiliare nel nostro paese.

Ma è con l'introduzione di vere e proprie public companies che il contributo alla modernizzazione del mercato mobiliare può farsi dirompente. L'attivazione delle dinamiche proprie del mercato del controllo societario, il diffondersi della consapevolezza che una gestione negligente potrebbe, al limite, comportare la sanzione di un take-over e quindi il ricambio del management, la sollecitazione agli investitori istituzionali ed al sistema bancario ad assumere un nuovo e più incisivo ruolo, sono tutti fattori che contribuiranno in modo decisivo alla maturazione dei mercati finanziari italiani.

E' anche ipotizzabile che il diffondersi di assetti proprietari più moderni possa influenzare i tradizionali modelli di comportamento del capitalismo nel nostro paese. Parafrasando una nota legge dell'economia, si potrebbe affermare che "la moneta buona scaccia quella cattiva", nel momento in cui le attenzioni degli investitori si orientassero in misura sempre maggiore verso le public companies privatizzate, costringendo anche i gruppi privati a modificare profondamente la loro attitudine nei confronti del mercato mobiliare.

In conclusione, il collocamento sui mercati mobiliari, secondo le modalità descritte, delle azioni delle società attualmente controllate dallo Stato consentirà di realizzare due obiettivi strettamente connessi tra loro: il trasferimento della

proprietà e del controllo delle aziende pubbliche al settore privato ed il rilancio del mercato azionario.

Si tratta di una grande opportunità per modernizzare e rendere più efficiente il sistema finanziario italiano. Opportunità che non deve andare perduta.

APPENDICE I

GRUPPO 1

- ENEL
- STET
- SIP
- AUTOSTRADE
- FFSS
- RAI

1) Fattibilità economica

Le aziende di questo gruppo operano in regime di monopolio, con l'esclusione della RAI, una cui cessione al principale concorrente sarebbe tuttavia impossibile per ragioni di antitrust. Le uniche vendite dirette sarebbero quindi eventualmente da effettuare a favore di gruppi esteri. Le aziende di questo gruppo sono tuttavia **strutturalmente poco valorizzabili da parte di acquirenti strategici**, date le **modestissime sinergie** che questi ultimi ne potrebbero ricavare.

2) Fattibilità politica

La cessione ad operatori esteri delle aziende di questo gruppo sarebbe certamente ritenuta improponibile sul piano politico.

GRUPPO 2

- B.I.N.
- BNL
- ex Istituti di Credito di Diritto Pubblico
- Casse di Risparmio

1) Fattibilità economica

La possibilità di trovare acquirenti strategici in Italia è ovviamente limitata dal fatto che il sistema bancario è, in massima parte, in mano pubblica. D'altra parte la propensione delle banche internazionali ad acquistare grandi reti al dettaglio in paesi terzi è tradizionalmente molto bassa, in forza delle scarse sinergie/economie di scala individuabili in tale strategia. Un interesse da parte di banche estere, nella prospettiva del mercato unico, potrebbe esistere su aziende di credito di medie dimensioni.

2) Fattibilità politica

Nessun paese ha mai gradito che interessi stranieri controllassero una parte rilevante del sistema bancario nazionale.

GRUPPO 3

- ALITALIA
- AGIP
- SNAM

1) *Fattibilità economica*

Non esistono acquirenti strategici in Italia, mentre gruppi esteri potrebbero sicuramente essere ininteressati ad acquisire queste aziende.

2) *Fattibilità politica*

Come per le aziende del gruppo 1), la cessione ad operatori esteri sarebbe certamente ritenuta improponibile sul piano politico.

GRUPPO 4

- IMI
- INA

1) *Fattibilità economica*

Non esistono acquirenti strategici in Italia, ma gruppi esteri potrebbero sicuramente essere ininteressati ad acquisire queste aziende. Il problema principale è costituito dalle dimensioni delle due aziende, e quindi dal fabbisogno finanziario.

2) *Fattibilità politica*

La cessione del controllo totale ad operatori esteri sarebbe ritenuta imbarazzante, ma non impossibile, sul piano politico.

GRUPPI 5.a e 5.b

Gruppo 5.a

- Polo Acciao / ILVA
- Polo Metalli / NUOVA SAMIM
- Polo Aerospazio / ALENIA
- Polo Chimico / ENICHEM

Gruppo 5.b)

- Polo Energia / ANSALDO, NUOVO PIGNONE
- Polo Cantieristica / FINCANTIERI
- Polo Navigazione / FINMARE
- Polo Software / FINSIEL
- Polo Costruzioni / SAIPEM, IRITECNA

1) Fattibilità economica

Acquirenti strategici di queste aziende potrebbero essere reperiti in Italia ed all'estero. Nella maggior parte dei casi sarebbe comunque necessaria una profonda ristrutturazione economica e finanziaria.

2.a) Fattibilità politica (Gruppo 5.a)

Qualora si dovesse cedere questi gruppi di aziende ad acquirenti esteri, il dibattito politico sarebbe quanto meno vivace.

2.b) Fattibilità politica (Gruppo 5.b)

La cessione, anche ad investitori stranieri, delle aziende di questo gruppo non dovrebbero creare problemi particolari sul piano politico.

Gruppo 6)

- Gruppo SME
- Altre aziende industriali in buone condizioni

1) Fattibilità economica

Acquirenti strategici potrebbero essere individuati sia in Italia che all'estero.

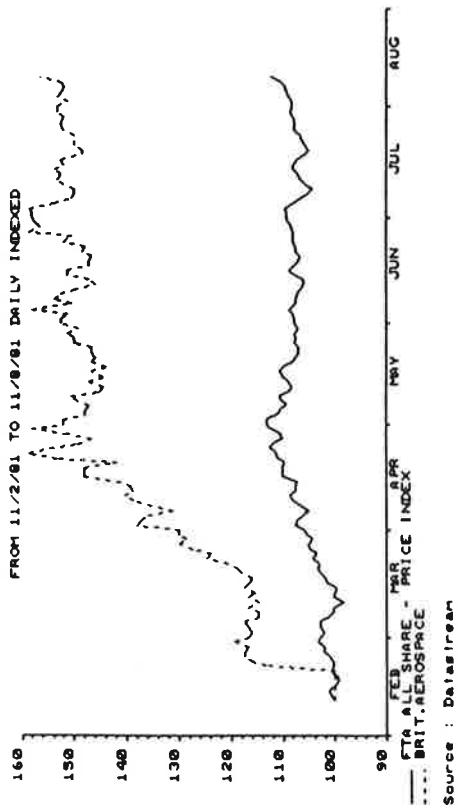
2) Fattibilità politica

Una cessione dell'attività alimentare/distributiva e delle varie aziende industriali non ricomprese nei "poli" dell'industria di Stato non dovrebbe suscitare reazioni particolari sul piano politico.

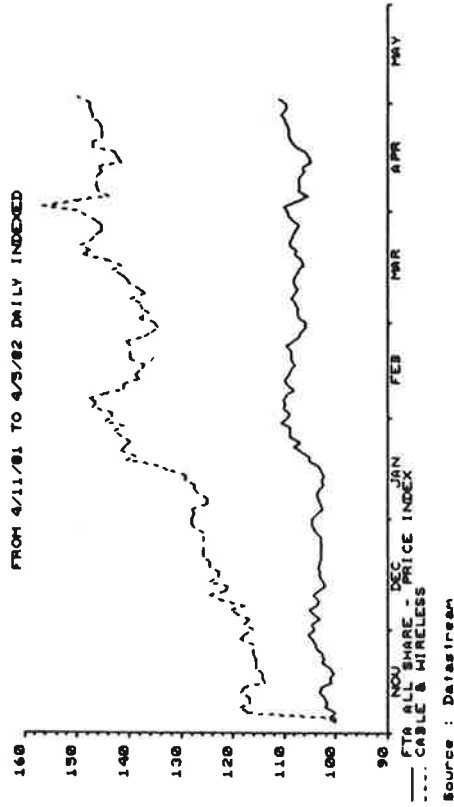
Appendice II

**Dati sull'andamento dei titoli di società privatizzate
inglesi, fully paid shares.**

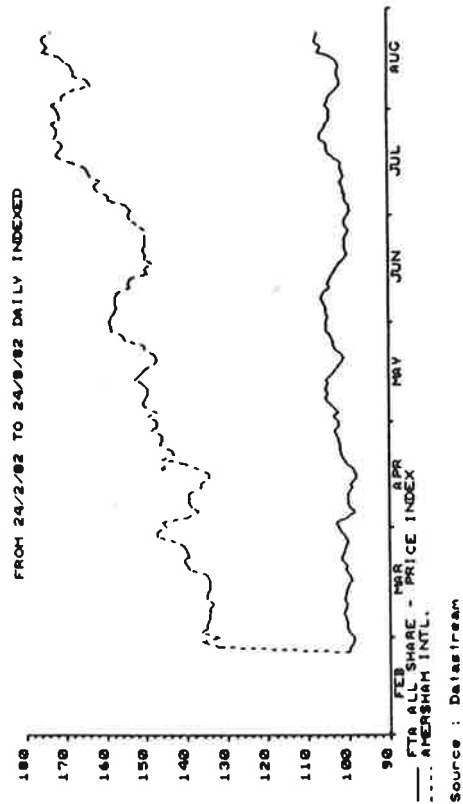
FROM 11/2/81 TO 11/8/81 DAILY INDEXED



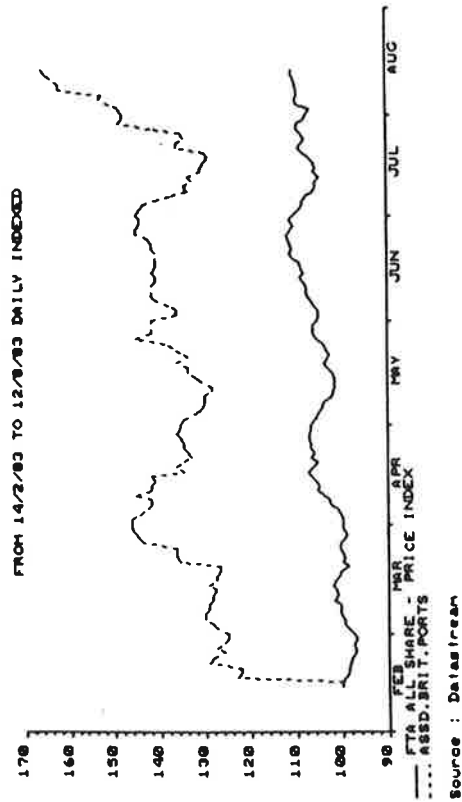
FROM 4/11/81 TO 4/9/82 DAILY INDEXED



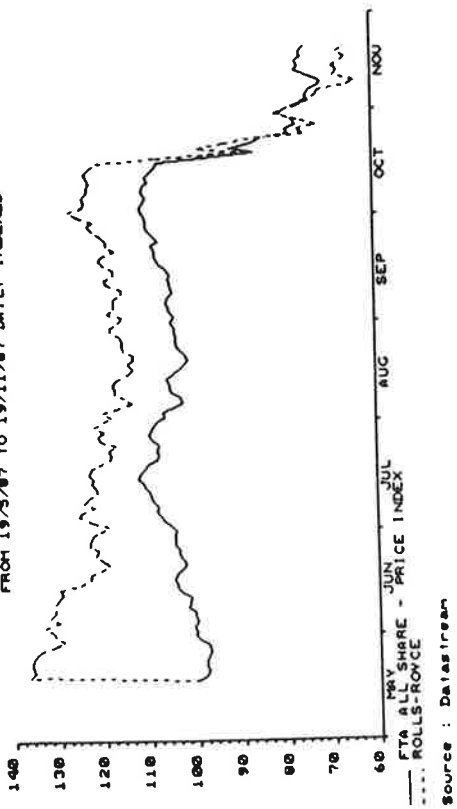
FROM 24/2/82 TO 24/8/82 DAILY INDEXED



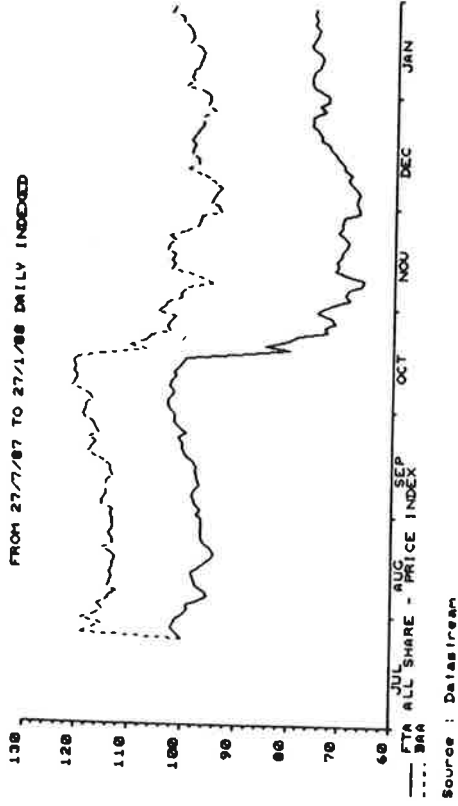
FROM 14/2/83 TO 12/8/83 DAILY INDEXED



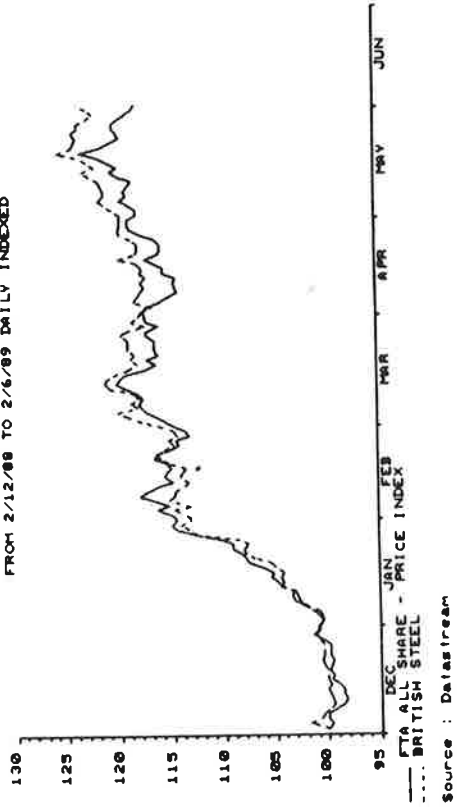
FROM 19/5/87 TO 19/11/87 DAILY INDEXED



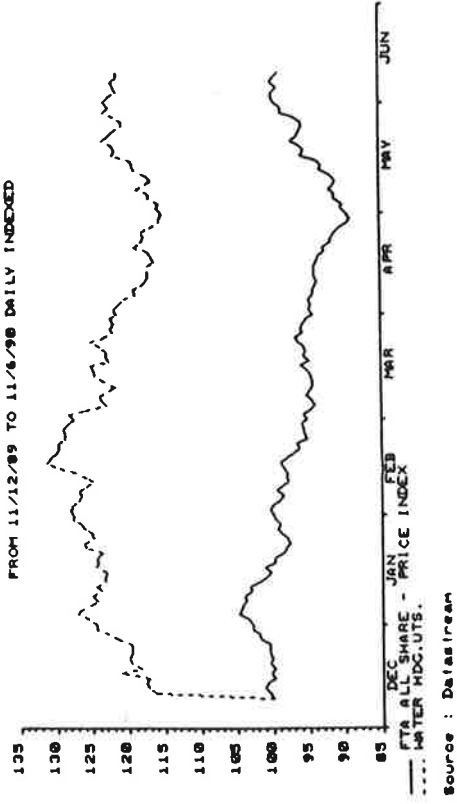
FROM 27/7/87 TO 27/1/88 DAILY INDEXED



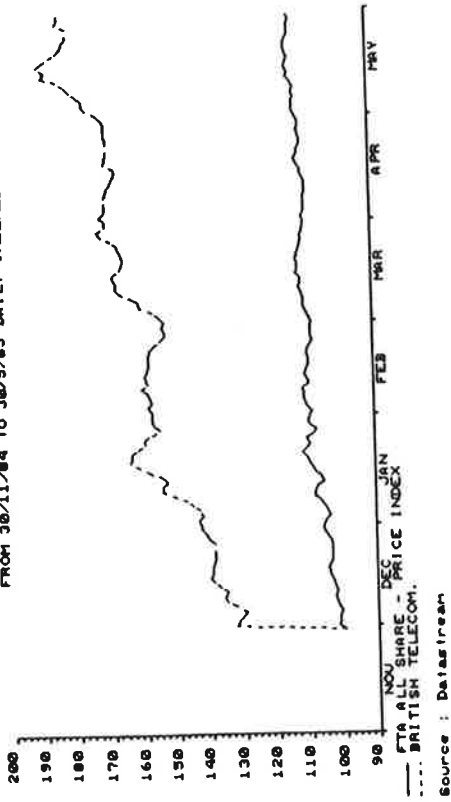
FROM 2/12/88 TO 2/6/89 DAILY INDEXED



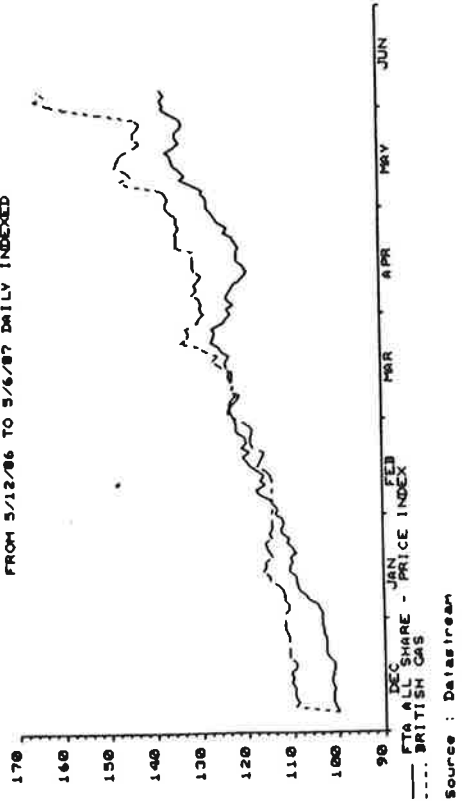
FROM 11/12/89 TO 11/6/90 DAILY INDEXED



FROM 30/11/84 TO 30/3/85 DAILY INDEXED



FROM 5/12/86 TO 5/6/87 DAILY INDEXED



FROM 10/2/87 TO 10/8/87 DAILY INDEXED

