

## Come privatizzare: regole e modelli

### Le regole per la vendita delle partecipazioni pubbliche dello Stato

Fabio di Cristina

*Le privatizzazioni [...] sono un fenomeno illusorio. Esse rappresentano solo uno degli aspetti di una complessa mutazione dei poteri pubblici diretta alla riorganizzazione del diritto pubblico*

S. Cassese, *Le privatizzazioni: arretramento o riorganizzazione dello Stato?*, 1996

#### 1. L'eterno ritorno della "dismissione" nel dibattito pubblico

In Italia si torna periodicamente a parte di privatizzazioni. Il Governo Letta si è impegnato a lanciare, nell'autunno 2013, un piano di dismissioni di asset pubblici. Il nostro paese ha maturato, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, una importante esperienza in tema: è fondamentale farne tesoro per tracciare un sentiero sostenibile e proficuo verso la riduzione del perimetro pubblico.

In un loro volume, Emilio Barucci e Federico Pierobon<sup>1</sup> sostengono che le privatizzazioni italiane non sono nate da un disegno politico a favore del privato ma, diversamente, dalla necessità di far fronte alla crisi dello Stato, tanto dal punto di vista fiscale, quanto della rappresentanza politica. Si tratta di un assunto ampiamente dibattuto, sino dagli anni Novanta, che, data la contingenza storica, è tornato attuale<sup>2</sup>.

Nello stesso saggio, in cui sono presentati dati elaborati dalla Banca d'Italia, si dimostra che in quegli anni, ed in quelli immediatamente successivi, l'aumento del debito pubblico, dopo una parziale caduta alla fine degli anni Novanta, continuò a crescere. Le esigenze di "fare cassa" e di utilizzare le dismissioni quali "collaterali" per la riduzione del debito, insomma, hanno apparentemente sortito effetti passeggeri, proprio sul debito pubblico. Nessun *détour* di apprezzabili proporzioni, dunque, almeno sotto il profilo della finanza pubblica, anche e soprattutto a causa, naturalmente, delle scelte di spesa pubblica successive e estranee alle dismissioni.

Quanto detto è destinato ad avere un certo impatto, nel dibattito attuale, dal momento che – proprio come Barucci e Pierobon suggeriscono, rispetto agli anni Novanta – esso non è centrato sull'esigenza di creare maggiori spazi di libertà economica, quanto sull'assunto che la vendita di quote di società con-

#### KEY FINDINGS

- le modalità di dismissione delle partecipazioni di stato non sono neutre rispetto alle finalità concorrenziali
- in Italia le privatizzazioni finora avvenute sono state condotte attraverso regolamentazioni ad hoc ma secondo modelli tipizzati
- oltre a decidere cosa privatizzare, bisogna decidere anche come farlo, per evitare che le dismissioni siano un'occasione persa di competitività, apertura al mercato e abbattimento del debito pubblico

*Fabio di Cristina è Dottorando di ricerca in Diritto ed economia dell'Università di Siena. Presta servizio presso l'Ufficio legislativo del MIUR.*

1 Emilio Barucci e Federico Pierobon, *Stato e mercato nella Seconda Repubblica*, Bologna, Il Mulino, 2010.

2 Si veda, per esempio, Istituto Bruno Leoni, *Indice delle liberalizzazioni 2012*, Torino, IBL Libri, 2012.

trollate dallo Stato possa essere un contributo alla riduzione del debito pubblico. Indirettamente, poi, una riduzione del debito ossigena l'economia, appesantita da un fardello che aumenta vieppiù. Gli effetti sulla crescita, pertanto, sarebbero solo un riflesso.

Sembra opportuno, a questo punto, sgombrare il campo da un equivoco di fondo: solo un terzo delle operazioni di privatizzazione promosse dal Tesoro è stato effettuato, ovvero sia concluso con la collocazione sul mercato e la susseguente vendita, dal 1994 alla fine degli anni Novanta mentre i due terzi sono stati portati a termine dopo il 2000. L'Italia, almeno per controvalore delle imprese cedute al mercato, è un campione del collocamento sul mercato di azioni pubbliche: secondo dati del *Privatization Barometer*, tra il '79 e il 2008 si colloca al secondo posto in Europa, dal '92 al 2000 addirittura al primo. Il dato, naturalmente, non risente di giudizi sul modo e sulla sostanza dei procedimenti di privatizzazione, spesso parziali o solo formali.

A questo punto, cosa rimane da collocare sul mercato? Lo stato presente delle partecipazioni societarie pubbliche offre un quadro peculiare (per quello delle principali privatizzazioni condotte a termine dal 1994 al 2010, in base ai dati resi disponibili dal Dipartimento del Tesoro, si veda l'appendice). Sono considerate le sole partecipazioni dirette e indirette detenute dal Ministero dell'economia e delle finanze. Al mese di giugno 2013, il "portfolio" del Ministero si compone di tre elementi principali:

- partecipazioni dirette di controllo in tre società quotate (ENEL e Finmeccanica, nonché ENI, in piccola parte mediante partecipazioni dirette e in massima parte tramite la Cassa Depositi e Prestiti. Per un approfondimento, si rimanda all'appendice);
- partecipazione diretta in un fondo di investimento (Fondo Italiano di Investimento SGR) e in una trentina di società non quotate nei mercati regolamentati (tra queste, Alitalia in amministrazione straordinaria, ANAS, Cassa Depositi e Prestiti, ENAV, FS, GSE, Poste Italiane, RAI, SOGEL, SOGIN)
- partecipazioni indirette: l'8,5% del capitale di Snam tramite ENI (il 30% è detenuto dalla Cassa Depositi e Prestiti tramite Cassa Depositi e Prestiti Reti s.r.l.), nonché il 50% di una *holding* che detiene il 27,5% del capitale di STMicroelectronics. La Cassa, infine, detiene il 29,99% del capitale di Terna.

Prima di passare ad affrontare le regole e le modalità con cui è possibile collocare sul mercato partecipazioni statali, due *caveat* sono d'obbligo.

In primo luogo, sebbene i "modelli" di vendita delle partecipazioni azionarie siano sedimentati nell'ordinamento italiano, le operazioni di più vasta portata sono state tradizionalmente disciplinate da leggi ad hoc. Si pensi, ad esempio, alla legge 30 luglio 1994, n. 474. Se, da un lato, i meccanismi che permettono il trasferimento di quote societarie appaiono fluidi e rimessi alle prassi consolidate sui mercati finanziari, dall'altro si è quasi sempre ritenuto più efficiente disciplinare la scelta di quei meccanismi con provvedimenti legislativi o amministrativi. Come si vedrà, è sempre un atto del governo o decreto ministeriale che stabilisce le regole del gioco: da un lato, i meccanismi, ossia le modalità concrete di trasferimento delle quote, dall'altro il *quantum*, ovvero l'oggetto della vendita, individuato da una decisione tutta politica.

In secondo luogo, la terminologia usualmente adoperata per la descrizione dei fenomeni di "privatizzazione" e, in particolare, di passaggio di parte del patrimonio pubblico a privati investitori che ne acquisiscono il controllo, comprende termini quali "vendita", "cessione", "dismissione", "trasferimento". Volendo prescindere da aspetti di natura squisitamente tecnica, e scontando qualche imprecisione, questi si utilizzeranno indi-

stintamente. Se è vero che il patrimonio pubblico si compone sia di beni mobili, quali le quote azionarie, che di beni immobili, come edifici o terreni, e altrettanto vero che, in generale, i beni venduti, ceduti, dismessi o trasferiti vengono individuati in base ad una decisione governativa, vengono immessi sul mercato secondo modalità contenute in un provvedimento amministrativo, circolano e vengono ceduti mediante contratti, dietro la corresponsione di un prezzo. Tali modi di trasferimento consentono sempre allo Stato di spogliarsi di una parte del suo *portafoglio* e di scambiare titoli o beni materiali contro il versamento di una somma di denaro. Pertanto, la congerie terminologica avrà, in ogni caso, un'accezione strettamente univoca.

## 2. La vendita di partecipazioni pubbliche dirette e indirette in Italia

Se si prende a modello la già citata legge del '94, lo scontro con un impianto decisamente derogatorio è immediato: le vendite e i conferimenti di azioni di cui sono proprietari, "direttamente", Stato ed enti pubblici non sono soggette alle regole di contabilità generale dello Stato del 1924 (si badi che il Ministero dell'economia e della finanze, così come richiamato dalla Corte dei conti in una relazione del 2010, non ha effettuato operazioni di dismissione prima del 1994<sup>3</sup> e il punto di avvio delle privatizzazioni italiane è considerata la delibera del Comitato interministeriale per la programmazione economica del 30 dicembre 1992). Anche oggi, peraltro, la cessione di quote di società partecipate dagli enti locali avviene seguendo l'art. 73 della stessa legge. Questa, di impianto estremamente rigido, lasciava poco spazio alla negoziazione tra le parti circa il prezzo e le condizioni di vendita, solitamente stabiliti dall'amministrazione.

La legge del '94 prevede un forte momento politico: la scelta, tramite un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri su proposta dell'allora Ministro del Tesoro, delle partecipazioni da collocare sul mercato è di responsabilità del governo. La vendita poteva avvenire secondo tre modelli distinti, di cui uno è residuale: un'offerta pubblica di vendita, una trattativa diretta (nei fatti, sempre mista: in parte comprendeva un'offerta pubblica di vendita, in parte una trattativa diretta pura, in parte una trattativa diretta con un nucleo stabile di azionisti di riferimento), altre modalità di cessione per le partecipazioni di minore importanza, definite con un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri e invalse nella prassi dei mercati finanziari.

Ai modelli di dismissione del patrimonio mobiliare cui si è fatto cenno, si aggiungono quelli del controllo societario susseguenti. In taluni casi, sono state trasferite mediante trattativa diretta quote di oltre il 51% a singoli azionisti o a cordate (il passaggio proprietario era totale, sul modello del controllo solitario). In altri casi, il collocamento delle quote con distinte offerte private d'acquisto faceva scaturire una *public company* ad azionariato diffuso ma con la resilienza di poteri speciali in capo all'azionista pubblico. In altri ancora, infine, il modello era misto: una parte delle azioni sono state acquisite con offerta pubblica di vendita, altre da investitori istituzionali o professionali, altre da investitori industriali interessati alla gestione societaria.

Il modello del '94 era caratterizzato da alcune incertezze, cui è bene far cenno. L'offerta pubblica di vendita e la trattativa diretta potevano essere utilizzate sia per vendere partecipazioni dirette sia per vendere partecipazioni indirette? Il Tesoro poteva individuare discrezionalmente gli investitori con cui trattare oppure doveva seguire un procedimento competitivo, almeno nella sostanza? Le modalità di vendita potevano essere

3 Restano escluse, pertanto, le dismissioni condotte da enti diversi dal Ministero dell'economia (si pensi all'IRI e alle vendite precedenti il 1994).

miste, ossia potevano, se finalizzate alla costituzione di un nucleo stabile di azionisti, mischiare trattativa diretta e offerta pubblica di vendita?

La trattativa diretta, in particolare, è stata utilizzata in passato per almeno tre finalità differenti. Per quanto riguarda la vendita di quote di società controllate indirettamente dallo Stato, e in base ad una scelta deliberata dalla società venditrice, la trattativa diretta si è prestata ad allocare quote a un nucleo stabile di azionisti di riferimento, interessato ad esercitare il controllo societario. La trattativa, nei casi di collocazione sul mercato di quote di ENI o ENEL, è stata utilizzata per vendere quote ad investitori numerosi, sia italiani che stranieri, oppure a pochi azionisti stabili, come nei casi di INA, IMI o BNL. La trattativa diretta, infine, è stata utilizzata per fini competitivi, ossia per vendere a un unico acquirente mediante una procedura sostanzialmente concorrenziale. Così è stato nel caso della privatizzazione di Mediocredito centrale, SEAT o di alcune società italiane di assicurazione.

Che la trattativa privata dovesse, in ogni caso, colorirsi di toni concorrenziali, sia nei criteri di scelta (oggettivi, predeterminati, non discriminatori) che nel procedimento, è circostanza che è apparsa abbastanza chiara sin da subito, tanto è vero che non di rado il Tesoro ha sollecitato manifestazioni di interesse tramite la pubblicazione di appositi avvisi e ha svolto selezioni basate su criteri predeterminati.

A seguito di una condanna da parte della Commissione europea all'Italia, la legge finanziaria del 2004 ha mutato il quadro (si tornerà sul punto nel par. 4.4). Sebbene, in precedenza, l'offerta pubblica di vendita e, soprattutto, la trattativa privata, dovessero avvenire come se fossero procedure sostanzialmente competitive, dal 2004 il sistema della vendita delle partecipazioni statali ha dovuto seguire procedure trasparenti, non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali (banche, società assicurative, società di gestione del risparmio, fondi di investimento o fondi pensione, *holding* e così via). Per le partecipazioni non di controllo, con valore inferiore a 50 milioni di euro, nonché per le partecipazioni nelle imprese operanti nei servizi di pubblica utilità, il Ministro dell'economia e delle finanze avrebbe individuato le modalità di alienazione secondo tecniche in uso nei mercati finanziari, in ossequio ai principi di trasparenza e non discriminazione. Alla flessibilità di matrice privatistica, dunque, il legislatore ha aggiunto principi di derivazione europea.

Per ciò che concerne la vendita delle partecipazioni "indirette" dello Stato, poco o nulla residua per le norme di diritto pubblico e, in definitiva, per le norme speciali. La regola generale, infatti, è contenuta nel codice civile: quando la vendita di partecipazioni è effettuata da una società in mano pubblica, le modalità di cessione sono liberamente rimesse all'apprezzamento dell'assemblea. Tanto è vero che il modello di privatizzazione del '94 indica espressamente che nel caso di vendita delle quote di controllate a un nucleo stabile di azionisti di riferimento, è l'organo competente delle società che delibera le modalità di cessione.

Definite le modalità di dismissione, è opportuno esaminare, seppur brevemente, la struttura proprietaria ne è scaturita. Pur semplificando i termini della questione, può affermarsi che gli assetti susseguenti si sono distinti, per le società di dimensioni rilevanti, in azionariato misto (diffuso, individuato tramite vendite sul modello delle offerte private d'acquisto, e stabile, individuato con trattative dirette), per le società di dimensioni ridotte, nella cessione a un unico azionista, individuato mediante asta pubblica. Evidentemente, la scelta dell'una o dell'altra modalità comporta costi e benefici di diversa natura: nel primo caso, la diffusione dell'azionariato mira alla contendibilità del controllo, nel secondo, l'apporto di un unico azionista, oltre a permettere di spic-

care prezzi di vendita più elevati, consente una gestione dell'azienda che minimizza i costi di transazione.

Nel caso in cui la vendita di partecipazioni, dirette o indirette, riguardi società che operano nei settori dei servizi pubblici, devono obbligatoriamente introdursi nello statuto i c.d. "poteri speciali", di cui si dirà nel paragrafo dedicato, a tutela tanto dell'azionista pubblico quanto, e prioritariamente, di interessi generali. La fattispecie, seppur particolarmente rilevante nel caso in cui la cessione abbia ad oggetto il controllo, ha una notevole pregnanza anche nel caso in cui l'alienazione sia relativa solo a una parte delle quote.

Non va dimenticato, infine, che la possibilità, da parte delle pubbliche amministrazioni, di detenere partecipazioni societarie è, oggi, limitata dalla legge. Con la finanziaria per il 2008, ad esempio, è stato stabilito che le pubbliche amministrazioni non possano costituire società aventi per oggetto la produzione di beni e servizi non strettamente funzionale ai propri fini istituzionali. Non possono, inoltre, assumere o mantenere partecipazioni in tali società, salvo che siano state costituite con proprio atto. Tale disciplina non vale se le società operano nei settori dei servizi pubblici e, dal 2009, se sono quotate (in tal caso, è il Ministero dell'economia che esercita i poteri dell'azionista pubblico).<sup>4</sup> Le partecipazioni vietate, che sono solo quelle dirette, devono essere cedute sul mercato mediante procedimento ad evidenza pubblica. Questo ha dato i primi frutti, se non altro per effetto della scure della responsabilità erariale, sebbene il "socialismo municipale" sia ancora fiorente.

### 3. La dismissione del patrimonio immobiliare: cenni

La dismissione del patrimonio immobiliare pubblico avviene con modalità e tecniche assai diverse da quelle impiegate per la vendita di quote societarie, che esulano dall'oggetto del focus. Si è deciso di darne brevemente conto perché, sebbene la logica che lo ispira sia dissimile da quella propriamente "imprenditoriale", le finalità perseguite sono praticamente le stesse. Sebbene queste incorporino anche la valorizzazione del bene immobile ceduto, i profili di riduzione dello *stock* di debito accumulato sono del tutto prevalenti ed assimilabili a quelli che spingono lo Stato a collocare sul mercato i propri diritti di controllo. La dismissione degli immobili, tuttavia, non ha un legame diretto con la strategia pro-concorrenziale che dovrebbe ispirare la dismissione dei beni mobili. Ciò sia in ragione del diverso regime di circolazione dei beni sia per la natura del mercato e la struttura del *bargaining*.

La dismissione del patrimonio immobiliare pubblico è avvenuta, in passato, mediante l'istituto della cartolarizzazione. Mutuato dall'ordinamento anglosassone e dalla convenzionale *lex mercatoria*, esso consiste nella conversione di asset non agevolmente negoziabili sul mercato, quali i beni immobiliari di proprietà pubblica (edifici residenziali, di pregio e non, terreni, fabbricati). Due momenti sono antecedenti alla conversione cui si è fatto cenno. Da un lato, la ricognizione del patrimonio pubblico (dello Stato, ossia demaniale, disponibile e indisponibile, anche ubicati all'estero; di enti pubblici non territoriali; non strumentale e attribuito a società a totale partecipazione pubblica), dall'altro la costituzione di società a responsabilità limitata dette "veicolo", di diritto speciale, di solito *ex lege*.

Gli immobili così censiti, e di cui è dichiarata la proprietà pubblica quale effetto del provvedimento ricognitivo, vengono trasferiti alle società veicolo, che ne finanziano direttamente l'acquisto attraverso l'emissione di titoli di credito o altre forme di fi-

4 Serena Sileoni, "Quel pasticciaccio dei servizi pubblici locali", *IBL Focus* n. 222, 18 marzo 2013.

nanziamento acquisite da terzi. Gli enti che hanno ceduto gli immobili ottengono un importo (prezzo iniziale) da parte delle società. In seguito, un apposito atto di diritto pubblico, solitamente un decreto ministeriale, individua gli immobili destinati al soddisfacimento dei diritti di credito dei portatori dei titoli e di quanti abbiano concesso finanziamenti, a costituzione di un patrimonio separato da quello delle società veicolo, in base al principio della segregazione (i portatori dei titoli, i finanziatori e i creditori non possono, pertanto, vantare alcun diritto sul patrimonio delle società ma solo ed esclusivamente su quello individuato con apposito decreto). Le società veicolo, infine, piazzano gli immobili sul mercato: i flussi di cassa che derivano dalle operazioni di vendita rimborsano debito, interessi e oneri accessori.

#### 4. Le regole e i “modelli” di dismissione e vendita

##### 4.1 L’individuazione dei procedimenti di dismissione

Per quel che riguarda le imprese a controllo pubblico, la regola generale è che l’azionista pubblico determini, con proprio atto, quali quote societarie dismettere e con quali modalità collocarle sul mercato. In particolare, nel caso di imprese operanti nei settori dei servizi di pubblica utilità, è il Governo a definire criteri e modalità per la vendita di quote o per la cessione totalitaria e a dover ottenere il parere delle commissioni parlamentari competenti.

I “modelli” di dismissione veri e propri, che come accennato vengono gestiti “a valle” rispetto alla determinazione del governo, sono due: l’offerta pubblica di vendita e la trattativa diretta. Seguendo il primo modello, vengono collocate, sia sul mercato nazionale che su quello internazionale, quote societarie. L’offerta è rivolta al pubblico indistinto, segnatamente a investitori istituzionali e professionali. La trattativa diretta è finalizzata, generalmente, al collocamento particolare delle quote, in contesti a elevata specializzazione industriale. Il venditore, in questo caso, tratta direttamente con i potenziali acquirenti la cessione della quota di controllo (o dell’intera società).

Tra il 1992 e il 1994, la strategia di privatizzazione dettata dal Comitato interministeriale per la programmazione economica (la prima delibera è del 12 agosto ’92) era chiara: preferenza netta verso il collocamento tramite offerta pubblica di vendita con *underpricing* (il prezzo delle azioni era fissato al di sotto di quello – presunto – di mercato), allocazioni preferenziali ad azionisti di minoranza, concessione di *bonus share* (azioni gratuite, distribuite ogni determinata quota di azioni acquistate e mantenute a termine). In verità, la trattativa diretta fu poi preferita, così come l’abbandono progressivo del modello anglosassone basato sulla *public company*, sostituito dal modello francese del “noyau dur”.

Il dibattito politico sul tema delle modalità concrete di dismissione ha visto, storicamente, il confronto di due posizioni differenti. Si è pervenuti a una soluzione di compromesso ottimale nel breve periodo (per introiti netti) e sub-ottimale nel lungo (per instabilità degli assetti societari e in rapporto ai margini di ricavo di mercato): da un lato, si sarebbe guardato con favore al modello francese, basato sui nuclei di investitori stabili, dall’altro, si sarebbero cedute quote societarie sul modello anglosassone della *public company*. In generale, quindi, il compromesso ha rappresentato una commistione dei due modelli, sebbene sbilanciata a favore dei “noccioli duri”. Non si è mai verificata, infatti, una privatizzazione con il solo ausilio dell’azionariato diffuso, salvo quelle di alcuni istituti di credito, e neppure una volta a favorire gli investitori stranieri istituzionali. Di fatto, come è noto, in quasi il 60% dei casi lo Stato ha privatizzato parzialmente, mantenendo percentuali di controllo. Inoltre, nella maggioranza dei casi, gli investitori stabili lo sono stati solo nel nome: la società privatizzata è stata acquisita da



altra oppure, diversamente, è emerso un differente azionista di controllo (è il caso delle telecomunicazioni, del trasporto aereo e delle autostrade). Infine, le banche si sono rivelate dei pessimi investitori istituzionali di lungo periodo, uscendo in modo repentino dal capitale (l'esatto contrario può dirsi per investitori industriali).

Tratto comune di tutti i procedimenti è la selezione dell'*advisor* del venditore. Esso, insieme agli organi competenti del Ministero dell'economia, definisce le modalità di vendita, di gestione dell'operazione e dei rapporti con gli investitori in subentro, posto che la decisione definitiva spetta al Consiglio dei Ministri.

La selezione dell'*advisor* avviene mediante un procedimento a evidenza pubblica di sollecitazione di offerte e contestuale invito di un numero "congruo" di potenziali interessati. I destinatari delle lettere sono chiamati a presentare un'offerta che, successivamente, viene vagliata da una commissione costituita *ad hoc*. È poi composta una *short list* di potenziali *advisor* da invitare al colloquio: la selezione seguente determinerà l'affidamento dell'incarico. L'*advisor* è chiamato a formulare pareri e proposte circa le modalità di alienazione delle quote: la scelta, come anticipato, è effettuata con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dell'economia (si segue, in tal caso, il modello del '94).

#### 4.2 L'offerta pubblica (globale) di vendita

L'offerta pubblica di vendita è un'offerta globale. All'offerta aperta al pubblico indistinto, compresi i dipendenti della società oggetto di cessione, si accosta un collocamento "privato" destinato ad investitori istituzionali, italiani o stranieri. Dopo la selezione pubblica dell'*advisor*, cui si è già fatto cenno, è costituito uno *Steering Committee*, composto da rappresentanti del venditore, della società le cui quote stanno per essere poste sul mercato e dei consulenti finanziari. Il comitato ha il compito di monitorare lo stato di avanzamento di tutte le fasi della cessione di quote sul mercato. L'offerta è accompagnata da un prospetto informativo sul modello predisposto dalla CONSOB, presso la quale va depositato e dalla quale occorre ricevere il nulla osta alla pubblicazione.

Vengono successivamente stabiliti l'ammontare minimo del collocamento e gli eventuali destinatari di quote riservate, gli incentivi all'acquisto, le modalità di adesione, i criteri di riparto per i sottoscrittori, l'eventuale ripartizione geografica dell'offerta e la sua durata. Segue la fase del *road show*, ossia la presentazione dell'offerta agli investitori istituzionali. È successivamente avviato il *book-building*: vengono raccolti gli ordini provenienti dagli investitori istituzionali interessati ad aderire all'offerta. Ancor prima dell'inizio dell'offerta, viene fissato il prezzo massimo: esso considera sia le condizioni di mercato che gli ordini pervenuti nella fase di *book-building*.

Non appena la fase di collocamento sul mercato ha inizio, la determinazione del prezzo comincia a prendere forma. Il prezzo istituzionale viene determinato alla fine della fase di *book-building* e dell'offerta pubblica di vendita, sulla base degli ordini ricevuti (quelli prioritariamente ricevuti dagli investitori istituzionali e quelli del pubblico). Il venditore, quindi, decide sull'allocazione di azioni agli investitori istituzionali e stabilisce il *quantum* da allocare al pubblico. Per stabilizzare il prezzo, i coordinatori dell'offerta globale esercitano i diritti della *green shoe* nella fase di *closing*. In altri termini, alla conclusione del procedimento di offerta e di vendita, i coordinatori possono esercitare un'opzione (la *green shoe*, per l'appunto, altrimenti detta *overallotment option*) per acquistare, al prezzo dell'offerta istituzionale, il 10-15% delle azioni

Il modello dell'offerta pubblica, se condotto nella sua forma pura, comporta la strutturazione dell'assetto proprietario secondo schemi diffusivi. In teoria, con più difficoltà dovrebbe emergere un unico azionista di controllo.

#### 4.3 La trattativa diretta

La trattativa privata presuppone la pubblicazione, sui principali quotidiani nazionali e stranieri, di un invito a manifestare interesse all'acquisto di azioni. L'avviso contiene i requisiti in base ai quali verranno scelti gli offerenti. Le manifestazioni di interesse sono accompagnate da un impegno alla riservatezza sui dati e sulle informazioni sulla società (*information memorandum*) che verranno ricevute dagli interessati. I soggetti selezionati formulano, di norma, delle offerte preliminari non vincolanti. Sulla base di queste offerte, viene selezionato un pool ristretto di interessati per la fase successiva.

I soggetti selezionati vengono ammessi alla c.d. "data room": compiono così attività di *due diligence* finalizzata ad acquisire tutte le informazioni rilevanti sullo stato della società oggetto di cessione. Al termine di questa fase, i candidati presentano offerte vincolanti ed irrevocabili, seppur temporanee. Essi devono indicarvi le modalità di finanziamento dell'acquisizione e devono accettare i termini contrattuali presentati dal venditore. La selezione finale avviene sulla base del prezzo offerto e sulla verifica degli altri requisiti richiesti dal venditore. Il contratto di vendita, successivamente all'aggiudicazione, viene sottoscritto, le partecipazioni vengono acquistate e il prezzo pattuito viene pagato.

Nel caso di società quotate, i nuovi azionisti di maggioranza sono obbligati a lanciare sul mercato un'offerta pubblica di acquisto. Il modello della trattativa privata dovrebbe consentire a uno o più azionisti di maggioranza di acquisire le quote societarie e di mantenerle stabilmente. In questo caso, l'interesse primario dell'azionista pubblico e quello di favorire la crescita della società, gli investimenti, il rafforzamento industriale. Come si vedrà nelle conclusioni, gli obiettivi di partenza, sia nel caso dell'offerta pubblica di vendita sia nel caso della trattativa privata, hanno rivelato la loro portata surrettizia.

#### 4.4 La golden share e i poteri speciali

Esisteva, nel modello del '94, una versione della "golden share" anglosassone (o della "action spécifique" francese) oggetto di condanna dell'Italia da parte della Commissione europea<sup>5</sup>. Nel settore dei servizi di pubblica utilità (trasporti, difesa, telecomunicazioni, energia), un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri avrebbe individuato, su proposta del Ministro del Tesoro, le società nei cui statuti sarebbero stati introdotti poteri speciali da esercitarsi ogni qual volta un certo atto societario avrebbe determinato la perdita di controllo da parte dell'azionista pubblico.

Il novero dei poteri speciali, da introdursi in via temporanea o permanente, era particolarmente ampio: espressione del gradimento per l'assunzione di partecipazioni superiori al 5% del capitale, per determinati patti parasociali, veto alle delibere relative allo scioglimento della società, al trasferimento dell'azienda, alla sua fusione o scissione, al cambiamento dell'oggetto sociale e alla modifica o soppressione di poteri speciali, nomina di un amministratore o di un numero di amministratori non superiore a un quarto dei membri del collegio.

<sup>5</sup> Sentenza della Corte di Giustizia del 23 maggio 2000 nella causa C-58/99, *Commissione contro Italia*.



L'introduzione nell'ordinamento di poteri speciali rispondeva a una logica apparentemente legata alle garanzie di servizio universale e che accompagna l'uno o l'altro modello di dismissione: lo Stato, spogliato del controllo di società operanti in settori strategici per il benessere collettivo, avrebbe esercitato pervasivi poteri con l'intento di impedire che l'erogazione dei servizi in regime di quasi-profitto ne soffrisse. In realtà, i poteri speciali sono stati utilizzati, il più delle volte, per esercitare influenze stabili e dirette sulle imprese un tempo pubbliche. L'ingresso di capitali stranieri, così, era reso quantomeno oneroso e, di fatto, veniva limitata la contendibilità del controllo.

Ripercorrere la strada tortuosa che ha condotto l'Italia a modificare più e più volte la disciplina dei poteri statali è compito particolarmente arduo. Ci si limiterà ad indicare le "conquiste" più rilevanti e a dar conto della più recente modifica, che certamente non sarà l'ultima, dell'assetto normativo.

Dopo un'annosa *querelle* con la Corte di giustizia, rinforzata nel 2003 con una costituzione in mora in relazione agli statuti di Telecom, ENI, ENEL e Finmeccanica, il nostro Paese ha modificato la disciplina dei poteri speciali. Questi, per passare il test di compatibilità con il diritto europeo, devono essere giustificati da motivi imperativi di interesse generale (quali ordine pubblico e sicurezza), devono basarsi su criteri obiettivi, stabili e resi pubblici in anticipo in ossequio al principio di imparzialità, devono rispettare il principio di proporzionalità. I motivi imperativi di interesse generale, tuttavia, non rappresentano una condizione di per sé sufficiente ad attivare i poteri speciali: se non sussiste una minaccia concreta di determinati interessi nazionali, la "golden share" è sterilizzata.

I poteri che limitano l'autonomia societaria, e che finanche sopprimono la *libertà contrattuale* in relazione all'allocazione dei capitali, devono essere temporalmente limitati e non eccessivamente "vaghi" nella formulazione. Il potere di veto (salvo che per lo scioglimento della società, lo scioglimento dell'azienda, la fusione e la scissione, il trasferimento della sede all'estero, il cambiamento dell'oggetto sociale, le modifiche statutarie che modifichino o sopprima o i poteri speciali) si è edulcorato nel tempo, sino a prendere le forme dell'opposizione motivata, da esercitarsi entro precisi limiti temporali. La nomina degli amministratori si è ridotta ad una unità, senza diritto di voto.

Sul versante della tutela dei diritti e degli interessi legittimi, i provvedimenti di esercizio dei poteri speciali possono essere impugnati davanti al giudice amministrativo. Il Presidente del Consiglio dei Ministri può individuare, con proprio decreto, le società per le quali, con deliberazione dell'assemblea straordinaria, i poteri speciali statutari possono essere soppressi. L'opposizione, dal 2004, cessa di costituire una sorta di autorizzazione preventiva e diventa un intervento del governo ex post. Alla Corte di giustizia approda tutto l'assetto normativo nel 2006, in seguito all'ennesima procedura di infrazione, e il governo è costretto, ancora una volta, ad intervenire per modificarlo.

Un recente intervento normativo d'urgenza (d.l. 15 marzo 2012, n. 21, conv. in l. 11 maggio 2012, n. 56), adottato a seguito di una procedura di infrazione contro l'Italia avviata nel 2009, ha riguardato i poteri speciali sugli "assetti" societari e gli "attivi" nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. La disciplina riguarderebbe proprio l'ipotetica cessione di quote di ENI ed ENEL (energia) e di Finmeccanica (difesa), avendo ad oggetto, tra l'altro, "impianti, beni e rapporti di rilevanza strategica".

Salvo un richiamo di stile, aggiunto dalla legge di conversione, alla relazione annuale che il Presidente del Consiglio dei Ministri dovrebbe trasmettere alle Camere in relazione all'utilizzo motivato dei poteri speciali, il decreto prevede poteri esercitabili ad am-

pio spettro, secondo procedimenti che la Commissione europea ha tradizionalmente censurato.

### 5. La logica degli investimenti: oltre il breve periodo

Le privatizzazioni, così come la vendita di partecipazioni pubbliche, in Italia sono sempre state considerati funzionali alla riduzione dello stock di debito pubblico (non, quindi, del disavanzo annuale). Il *Libro bianco sulle privatizzazioni* (Ministero del Tesoro, 2001) indicava due impieghi per i proventi delle dismissioni: il riacquisto di titoli di Stato sul mercato secondario, il rimborso di titoli in scadenza. Sotto il primo profilo, la liquidità utilizzata per l'ammortamento dei titoli di Stato (si veda il suo andamento nell'apposita appendice) ha permesso il livellamento delle scadenze successive, in modo che eventuali *shock* del mercato dei titoli non si ripercuotessero sui rimborsi. Sotto il secondo profilo, il rimborso dei titoli in scadenza è potuto avvenire senza il massiccio ricorso a nuovo indebitamento.

Gli effetti sul *deficit*, poi, dovrebbero essere benefici: la spesa corrente per interessi, infatti, si abbassa conseguentemente alla riduzione del debito (mediamente in ragione di 0,05:1) e l'effetto "credibilità" sui mercati dei capitali consentono la riduzione del differenziale tra titoli nazionali e titoli tedeschi. La cessione di quote societarie ai privati, presupponendo il risanamento o la ricerca di maggiore efficienza delle imprese oggetto di vendita, consentirebbe allo Stato, possibile futuro azionista di minoranza, di incassare dividendi (circostanza richiamata anche di recente, in relazione alla ipotetica cessione di quote delle società quotate controllate dal Ministero dell'economia).

La vendita di società pubbliche dovrebbe liberare risorse economiche frenate dal debito eccessivo. Tale circostanza è certamente verificabile e, come si è visto, in parte corretta. Il punto è che la questione, complessivamente intesa, è mal posta. Il debito pubblico, come noto, è solo una delle grandezze macroeconomiche fondamentali di un Paese. La sua riduzione, per quanto necessaria, non esaurisce il novero degli interventi per la crescita, altrettanto necessaria. Gli effetti delle dismissioni sul debito si sono esauriti nell'arco di un decennio e la crescita economica, altra determinante dell'abbassamento del debito pubblico, è rimasta congelata.

Tuttavia, la stagione delle privatizzazioni italiane si è sostanzialmente arrestata: lo Stato potrebbero perdere il controllo di asset in settori "strategici", il suo portafoglio azionario non è del tutto appetibile, vista la necessità di ristrutturare alcune aziende, le continue oscillazioni nei mercati finanziari rendono il collocamento sul mercato incerto e ne aumentano l'alea.

Non vanno dimenticate, poi, alcune circostanze su cui la Corte dei conti ha basato, nel 2010, una fondamentale relazione (*Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche*): sebbene il contributo delle imprese a partecipazione pubblica si attesti al 4,7% del PIL (all'inizio degli anni Novanta era del 18%), "A seri rilievi si presta, in particolare, il modo in cui si cerca di mantenere la presenza pubblica nei settori strategici facendo leva su un ruolo in continua evoluzione di Cassa Depositi e Prestiti e di Fintecna, [...]. Preoccupazioni suscita, d'altro canto, anche l'emergere di tendenze ad un parallelo processo di estensione del settore pubblico dell'economia, sia con il forzato ricorso alla societizzazione di funzioni amministrative, sia attraverso i più tradizionali percorsi, anch'essi patologici e distorsivi, da una parte, della pubblicizzazione di aziende private – che comporta l'internalizzazione di attività di produzione che sarebbe stato più economico procurarsi sul mercato competitivo – e, dall'altra, della riproposizione di nuovi o rimaneggiati organismi pubblici – ai quali, in una per-

durante logica assistenzialistica, e nonostante i pur significativi sforzi di risanamento compiuti, restano sostanzialmente e troppo spesso affidati, direttamente o indirettamente, compiti di artificiosa difesa o creazione di attività quasi sempre fuori mercato”.

Proprio per le ragioni sin qui richiamate, la dismissione di quote del capitale azionario pubblico non dovrebbe avere quale obiettivo esclusivo la riduzione dello stock del debito pubblico. Oltre alle condivisibili necessità di finanza pubblica e di massimizzazione degli introiti, la dismissione deve essere intesa quale strumento di liberazione di risorse e di impulso alla concorrenza. Il nodo gordiano da sciogliere non è, quindi, il modo con cui dismettere le partecipazioni dello Stato: che si debba trovare il corretto bilanciamento tra celerità e massimizzazione degli introiti è fuor di dubbio, così come che i principi di trasparenza e non discriminazione siano presidi imprescindibili. Si tratta di porre le nuove privatizzazioni in ottica di promozione della concorrenza e della libertà degli attori economici. Nel medio periodo, gli effetti sul debito potranno anche condurre ad una sua caduta. Questi, tuttavia, si esauriranno. Se crescita esogena del tessuto industriale e rientro dal debito non si legano vicendevolmente, l'Italia avrà perso l'ennesima occasione.

## I. Appendice: l'andamento del debito pubblico dal 1994 al 2010<sup>6</sup>

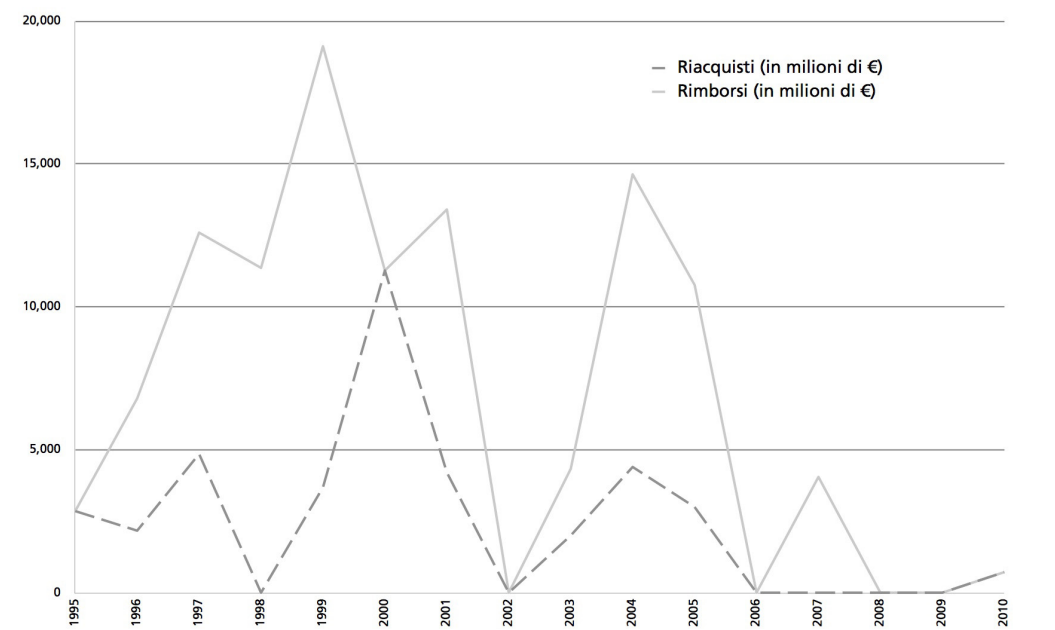
TABELLA 1		
Anno	Debito pubblico (% del PIL)	Tasso di crescita (% del PIL)
1994	121,84	2,2
1995	121,55	2,8
1996	120,89	2,1
1997	118,06	1,9
1998	114,94	1,5
1999	113,7	1,7
2000	108,51	3,9
2001	108,17	1,8
2002	105,15	0,3
2003	103,91	0,1
2004	103,44	1,1
2005	105,43	0,6
2006	106,1	1,9
2007	103,08	1,5
2008	105,81	-1,4
2009	115,51	-5,1
2010	118,43	1,3
Fonte: ISTAT		

<sup>6</sup> I dati delle appendici si riferiscono al periodo 1994-2010 per poter essere raffrontati.

**II. Appendice: le principali privatizzazioni dal 1994 al 2010**

TABELLA 2				
Società	Tranche	Data	Quota di capitale ceduta (%)	Introiti netti (milioni di €)
INA	I	giugno 1994	49,45	2.239,9
ENI	I	novembre 1995	15,05	3.141,94
INA	III	giugno 1996	31,08	1.650,598
ENI	II	novembre 1996	16,19	4.434,657
ENI	III	luglio 1997	18,21	6.630,369
Telecom Italia	I	novembre 1997	29,18	11.511,085
ENI	IV	luglio 1998	15,2	6.555,98
BNL	I	dicembre 1998	68,25	3.395,273
ENEL	I	novembre 1999	32,42	16.250,022
Mediocredito centrale	I	dicembre 1999	100	2.016,173
ENI	V-1	febbraio 2001	5	2.697,131
Telecom Italia	II	dicembre 2002	2,67	1.429,874
ENEL	II-1	novembre 2003	6,6	2.172,28
ENEL	II-2	dicembre 2003	10,35	3.156,467
ENI	V-2	dicembre 2003	10	5.315,829
Poste Italiane	I	dicembre 2003	35	2.518,744
Ente tabacchi italiani	I	dicembre 2003	100	2.314,43
Cassa Depositi e Prestiti	I	dicembre 2003	30	1.048,845
ENEL	III	ottobre 2004	18,91	7.503,002
ENEL	IV	luglio 2005	9,55	4.034,855
				90.017,454
				94,58% (rispetto al totale 1994-2010)

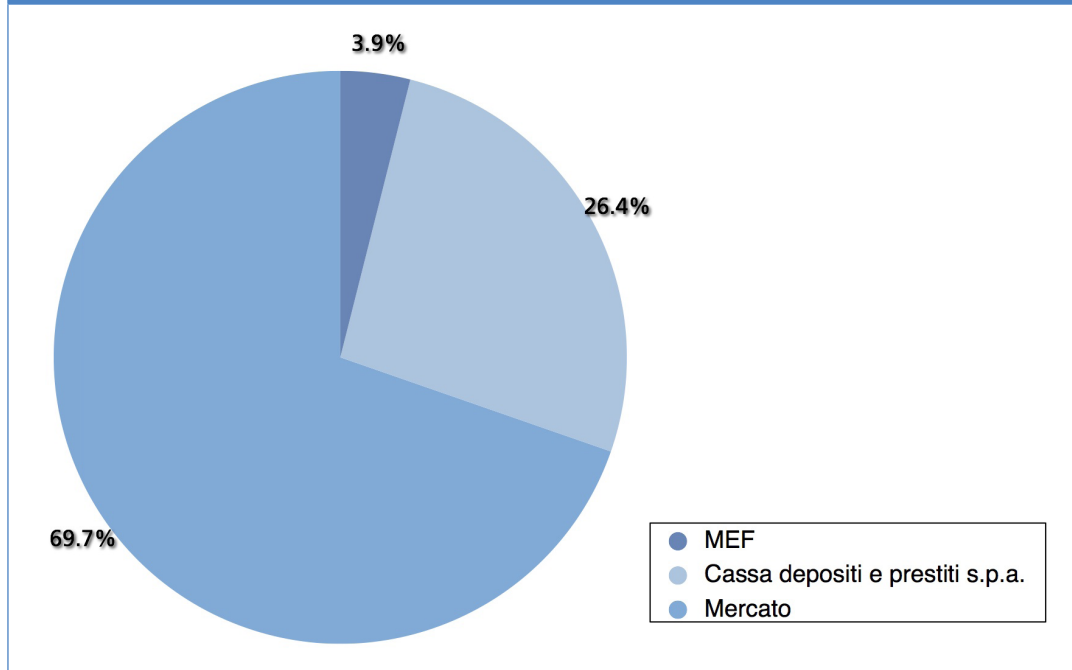
*Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro*

**III. Appendice: il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (1995-2010)****FIGURA 1**

Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze – Dipartimento del Tesoro

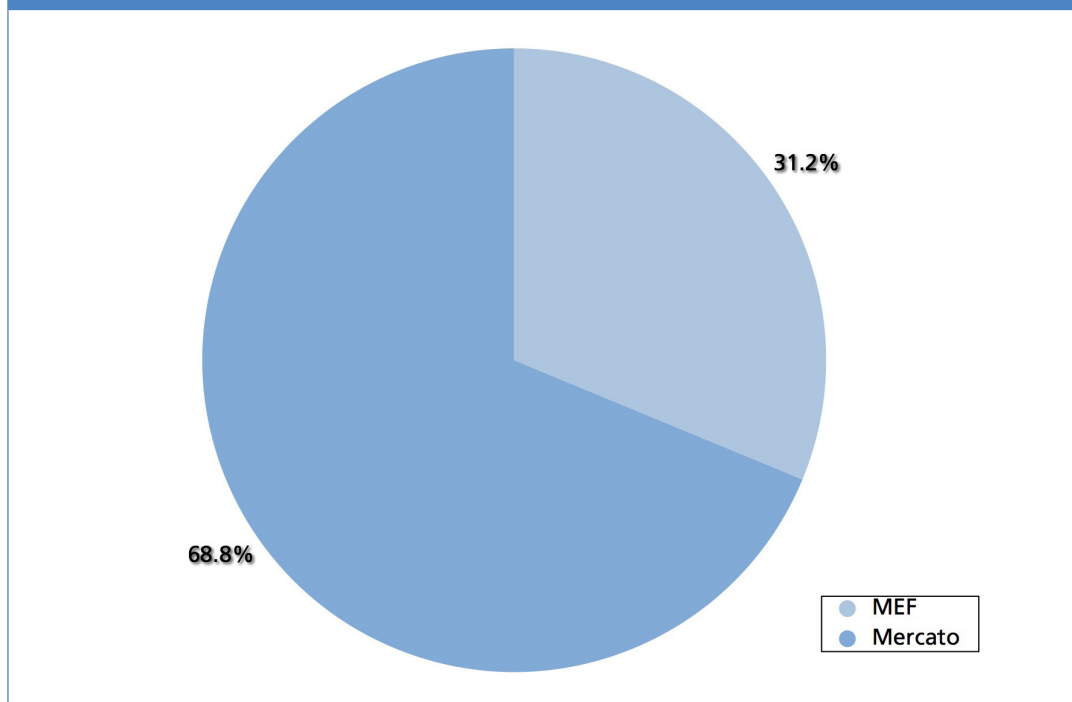
**IV. Appendice: gli azionisti rilevanti (ex art. 120 TUF) delle controllate del Ministero dell'economia e delle finanze**

FIGURA 2A



Fonte: CONSOB

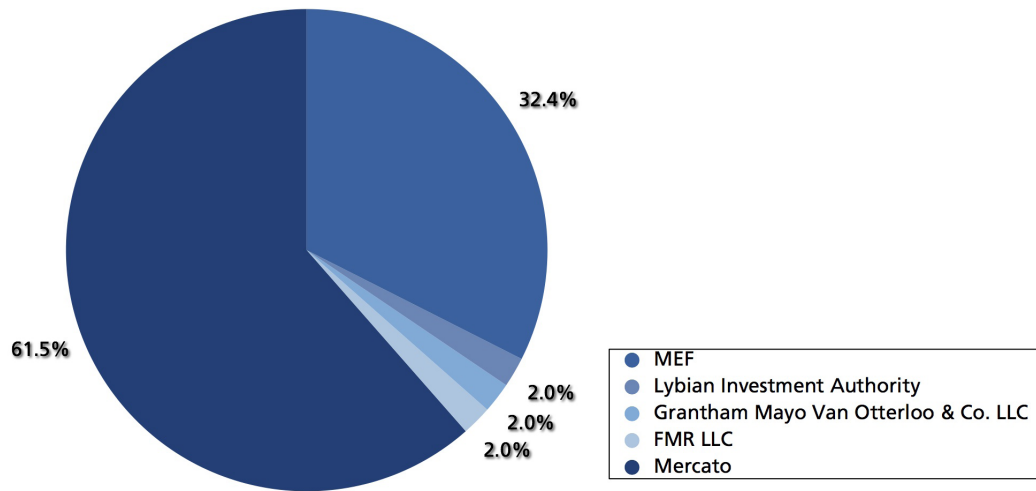
FIGURA 2B



Fonte: CONSOB



FIGURA 2C



Fonte: CONSOB

## IBL Briefing Paper

### CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

### COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.

### I BRIEFING PAPER

I "Briefing Papers" dell'Istituto Bruno Leoni vogliono mettere a disposizione di tutti, e in particolare dei professionisti dell'informazione, un punto di vista originale e coerentemente liberale su questioni d'attualità di sicuro interesse. I Briefing Papers vengono pubblicati e divulgati ogni mese. Essi sono liberamente scaricabili dal sito [www.brunoleoni.it](http://www.brunoleoni.it).