

POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale e della Produzione

**Corso di Laurea Magistrale
in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Privatizzazioni in Italia: teoria, storia ed effetti



**Politecnico
di Torino**

Relatore

prof. Carlo Cambini

Candidato

Mattia Iaboc

Aprile 2025

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1 – LE PRIVATIZZAZIONI: FONDAMENTI TEORICI E STRUMENTI.....	7
1.1 Cenni introduttivi	7
<i>1.1.1 Privatizzazione formale</i>	8
<i>1.1.2 Privatizzazione sostanziale</i>	8
<i>1.1.3 Privatizzazione funzionale</i>	8
1.2 Teoria economica	10
<i>1.2.1 Le teorie dell'evoluzione organica dei diritti di proprietà</i>	12
<i>1.2.2 La privatizzazione: un ritorno alle idee di Smith</i>	14
1.3 Metodi di privatizzazione	17
<i>1.3.1 Offerte pubbliche</i>	18
<i>1.3.2 Le vendite commerciali</i>	19
<i>1.3.3 Vendite miste</i>	22
<i>1.3.4 Gestione e acquisto di dipendenti</i>	23
<i>1.3.5 Dispositivi di controllo post-privatizzazione</i>	24
<i>1.3.6 Mantenimento di una partecipazione di controllo</i>	27
1.4 Gli effetti della privatizzazione	28
<i>1.4.1 Effetti sulle performance aziendali</i>	29
<i>1.4.2 Effetti sull'occupazione</i>	30
<i>1.4.3 Effetti sull'indebitamento</i>	33
<i>1.4.4 Effetti sullo sviluppo del mercato dei capitali</i>	34
<i>1.4.5 Altri effetti</i>	36
CAPITOLO 2 – LE PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA: UNA RICOSTRUZIONE LEGISLATIVA.....	37
2.1 Le privatizzazioni: una ricostruzione dal 1992 ai tempi attuali	37
2.2 I provvedimenti	38
<i>2.2.1 Prima del 1992</i>	41
<i>2.2.2 L'esecutivo Amato</i>	42
<i>2.2.3 Il governo Ciampi</i>	45
<i>2.2.4 I governi</i>	48
2.3 Che cosa, quando e come privatizzare	49
<i>2.3.1 Le tecniche di vendita</i>	50
<i>2.3.2 Il Ruolo della credibilità e l'esigenza di fare cassa</i>	51

2.3.3 <i>Nocciolo duro o Public company</i>	53
2.4 Privatizzazione e liberalizzazioni	54
2.5 Una quantificazione: miti e fatti	55
2.6 Considerazioni recenti	57
CAPITOLO 3 – GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA	63
3.1 Il contesto economico italiano	63
3.1.1 <i>La grande impresa privata al termine del boom economico</i>	65
3.1.2 <i>Le banche italiane alla vigilia delle privatizzazioni</i>	71
3.2 La critica: perché le privatizzazioni non hanno cambiato l'Italia	75
3.2.1 <i>Il vincolo europeo e la crisi del 1992</i>	75
3.2.2 <i>Le privatizzazioni senza guida</i>	78
3.3 Le imprese italiane e l'economia dopo le privatizzazioni	80
3.3.1 <i>Ulteriori considerazioni</i>	84
3.4 Le privatizzazioni in Italia: il chiaroscuro	86
CONCLUSIONI	94
BIBLIOGRAFIA	96
SITOGRAFIA	104

INTRODUZIONE

Il fenomeno delle privatizzazioni è stato di dimensioni sicuramente rilevanti e ha mutato profondamente l'economia italiana. Infatti, le privatizzazioni hanno contribuito al parziale risanamento della finanza pubblica, segnando il tentativo di passaggio dal modello di Stato produttore a quello di Stato regolatore. Quindi, il processo ha portato lo Stato ad uscire quasi completamente dal settore manifatturiero e da quello finanziario, mentre la presenza pubblica è rimasta rilevante nell'ambito dei servizi, sia a livello locale che a livello nazionale. Il percorso, però, ha subito un forte rallentamento negli ultimi anni, con un dibattito pubblico ormai segnato dalla volontà di liberalizzazione piuttosto che di privatizzazione.

Il periodo di tempo già trascorso fino agli anni più recenti, rispetto alle principali operazioni di dismissione, ovvero più di vent'anni fa, permette di effettuare una riflessione sull'esperienza ed individuare quelli che sono stati i risultati positivi, discriminandoli da quelli negativi.

Le privatizzazioni, in Italia, sono state fondamentali negli anni '90, poiché volevano essere il catalizzatore della profonda ma necessaria trasformazione per risolvere i problemi che si erano accumulati nel dopoguerra. Dagli anni Sessanta in poi la crescita economica rallentava le riforme economiche e sociali, che venivano realizzate ma con difficoltà crescente. Le tensioni e gli squilibri interni venivano compensati da ricorrenti svalutazioni e dall'uso indiscriminato del credito alle imprese sia pubbliche che private. Il quadro generale ed internazionale comincia a cambiare intorno agli anni Ottanta, segnando un brusco cambiamento: prima la riduzione dell'inflazione e la discesa dei tassi di interesse, fino ad arrivare all'avvio della globalizzazione, accompagnata dai cambiamenti epocali politici.

Quindi, il presente lavoro di tesi si propone l'obiettivo di analizzare il fenomeno delle privatizzazioni, ovvero l'iter necessario alla loro realizzazione e gli effetti ricollegati alla loro azione, positivi o negativi, con un particolare riferimento allo scenario europeo ed italiano. Al fine di effettuare una puntuale analisi e riflessione, l'elaborato si compone di tre capitoli, così suddivisi:

- Il primo capitolo introduce il tema delle privatizzazioni da un punto di vista prettamente nozionistico, presentando la teoria economica alla base di tale strategia politica e sociale. Vengono inoltre esaminati i metodi di

privatizzazione adottati e gli effetti empirici riscontrati in diversi casi internazionali;

- il secondo capitolo propone una ricostruzione dell'iter legislativo che ha portato alla realizzazione delle privatizzazioni in Italia. Partendo dal 1992, si persegue un *excursus* storico e normativo che ha visto susseguirsi governi di diversi schieramenti, per ricongiungersi ai tempi più attuali;
- il terzo capitolo, infine, analizza quelli che sono stati gli effetti delle privatizzazioni in Italia, evidenziandone sia gli aspetti positivi oltre che quelli negativi, su cui è necessario riflettere al fine di individuare una migliore strategia correttiva e di realizzazione futura. Le privatizzazioni in Italia, infatti, hanno rappresentato l'applicazione di una strategia economica, sociale e politica, che ha portato nel corso del tempo degli effetti chiaroscuri.

CAPITOLO 1 – LE PRIVATIZZAZIONI: FONDAMENTI TEORICI E STRUMENTI

1.1 Cenni introduttivi

A partire dagli anni '80, il processo di privatizzazione delle attività economiche gestite dallo Stato o da altri enti pubblici ha acquisito crescente rilevanza. Questa trasformazione è stata guidata dall'obiettivo di ottimizzare, nel contesto socioeconomico, sia il valore dei prodotti e servizi offerti dalle imprese sia il valore intrinseco delle stesse aziende, con un impatto diretto sulla ricchezza nazionale. La privatizzazione rappresenta un fenomeno di portata globale, che ha coinvolto e continua a coinvolgere numerosi Paesi. Tale processo si pone in netta controtendenza rispetto agli anni '60 e '70, un periodo caratterizzato da un forte intervento pubblico finalizzato a stimolare l'espansione economica e a promuovere una maggiore stabilità politica e sociale.

Il settore pubblico evidenziò presto le sue criticità. Lo shock petrolifero degli anni '70 mise in luce le difficoltà di ripresa economica, aggravate dall'eccessivo ampliamento dell'intervento pubblico, che sottrasse all'economia quella flessibilità strutturale indispensabile per adottare misure adeguate. Di conseguenza, la necessità di ridurre il deficit statale e l'indebitamento pubblico, di migliorare la qualità dei servizi pubblici, nonché il crescente processo di internazionalizzazione dei mercati reali e finanziari, emersero come fattori determinanti per promuovere una politica di privatizzazione. Tale politica mirava principalmente a raggiungere una maggiore efficienza produttiva, ad accrescere il valore delle imprese e a favorire una gestione dinamica e innovativa, con l'obiettivo di preservare e potenziare, nel lungo periodo, la capacità di generare reddito.

Il termine privatizzazione può essere distinto nelle seguenti tre accezioni:

- La privatizzazione formale;
- La privatizzazione sostanziale;
- La privatizzazione funzionale.

1.1.1 Privatizzazione formale

La transizione da un modello pubblico a uno privato, realizzata attraverso la privatizzazione formale, nasce dall'esigenza di adattarsi ai rapidi mutamenti del sistema economico. Questo processo implica l'adozione di una forma giuridica propria delle società private, consentendo alle aziende pubbliche di integrare obiettivi, procedure e criteri gestionali tipici delle imprese private, fondati sui principi di efficienza operativa e creazione di valore. Nel 1992, alcuni dei principali enti pubblici che si sono trasformati in Società per Azioni includono:

- ENEL, con il ruolo di produzione, importazione e distribuzione di energia elettrica;
- INA, che ha assunto la qualifica di operatore commerciale nel settore assicurativo;
- Ferrovie dello Stato, incaricate di gestire il servizio ferroviario secondo criteri imprenditoriali, in linea con gli obiettivi generali della politica dei trasporti;

Tra gli enti di gestione delle partecipazioni statali, si ricordano: IRI, ENI, EFIM, EAGC, EAGAT, e GEPI.¹

1.1.2 Privatizzazione sostanziale

Questa tipologia di privatizzazione consiste nella dismissione reale della partecipazione pubblica, e implica il trasferimento, parziale o totale, della proprietà dell'impresa pubblica ad un soggetto privato, determinando così un cambio del soggetto economico di riferimento. Tale forma di trasferimento può avvenire attraverso il pagamento di un corrispettivo in denaro (cessione in senso stretto) o, in casi più rari, mediante la cessione di quote o di azioni (cessione per apporto).

1.1.3 Privatizzazione funzionale

Questa tipologia di privatizzazione ha l'obiettivo di trasferire ai privati la gestione di servizi precedentemente erogati da enti pubblici, attraverso lo strumento della concessione, nel momento in cui ricorrono delle motivazioni di natura tecnica,

¹ Bonelli F., (1996), *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, Giuffrè.

economica o sociale. In tale contesto, la Pubblica Amministrazione impone al concessionario privato una serie di obblighi e condizioni, che riguardano principalmente la tipologia e la qualità del servizio, il controllo delle tariffe, la durata del rapporto e altri aspetti. Grazie a questo meccanismo legislativo, la Pubblica Amministrazione conserva il controllo sull'offerta dei servizi, garantendo, nello stesso tempo, una gestione improntata a criteri manageriali. Inoltre, sostituisce le perdite di gestione con i ricavi generati dal rapporto di concessione.

L'istituto della concessione amministrativa è uno degli strumenti più utilizzati nell'attuazione della cosiddetta "privatizzazione funzionale". Attraverso questo meccanismo l'ente pubblico (Stato, Regione o Comune, ecc.) delega a vari soggetti privati il diritto di svolgere delle attività di erogazione di servizi che in precedenza erano gestiti direttamente dall'ente stesso. La concessione, ponendosi a cavallo tra il settore pubblico e quello privato, ha acquisito grande rilevanza tra gli Stati membri dell'Unione Europea. Se applicata correttamente, infatti, essa consente alla Pubblica Amministrazione di ridimensionare notevolmente gli oneri legati alla realizzazione e gestione di opere pubbliche, da un lato, e all'erogazione dei servizi, dall'altro; al contempo si mantiene un alto livello di controllo sull'attività del concessionario. Per soddisfare i bisogni pubblici la macchina statale affida l'uso dei beni di natura pubblica alle imprese private. Nel Belpaese la privatizzazione è un processo che è iniziato con maggiore ritardo rispetto alla pleora di altri paesi. L'ondata di dismissioni delle partecipazioni è iniziata a seguito delle pressioni esercitate a seguito dell'appropinquarsi di una grave crisi di natura finanziaria.

Un ripensamento del ruolo del settore pubblico nell'economia era invece particolarmente necessario in un Paese come l'Italia, dove l'intervento diretto dello Stato nelle attività economiche ha radici profonde, ovvero risalenti almeno all'epoca della ricostruzione industriale successiva alla crisi del 1929. Questo ruolo si è ulteriormente rafforzato nel secondo dopoguerra, quando i pubblici poteri, attraverso la rinuncia implicita ad un'efficace azione di regolazione e governo dei mercati (modello prevalente in gran parte degli altri Paesi europei), hanno poi optato per il controllo diretto delle attività economiche. Tale controllo è stato esercitato attraverso enti di gestione come l'IRI e l'ENI, enti pubblici autonomi come l'IMI, le banche di interesse nazionale, l'INA, l'ENEL e i Monopoli di Stato, oltre alle aziende autonome o speciali, come Poste e Telecomunicazioni, ANAS e i servizi pubblici locali.

Di conseguenza, tra gli anni Cinquanta e l'inizio degli anni Novanta, alle holding pubbliche furono impropriamente assegnati compiti strategici di politica industriale, sia in modo implicito che esplicito, contribuendo a ritardare l'adozione di politiche di privatizzazione.²

1.2 Teoria economica

Nonostante i diritti di proprietà rappresentino la “prima pietra” di un sistema economico e costituiscano il fondamento per il commercio e l'economia di mercato, fino agli anni Sessanta mancava una solida elaborazione teorica sul loro ruolo centrale nello sviluppo economico. È solo grazie ai contributi di studiosi come Coase, Demsetz e Alchian che si iniziò ad esplorare sistematicamente questa tematica. Fino ad allora, gli economisti consideravano i diritti di proprietà come un dato di fatto, basandosi sull'assunto implicito che esistessero regole e norme, tipiche del mondo occidentale, per regolare l'uso e l'allocazione della proprietà. Tale presupposto risultava valido nei paesi capitalistici industrialmente avanzati, ma non nelle aree prive di tali istituzioni o nei paesi in via di crescita.

Allo stesso tempo, il fenomeno della privatizzazione è entrato nell'analisi economica solo negli ultimi decenni del XX secolo. Tuttavia, il riconoscimento dell'importanza della proprietà privata risale a molto prima. Secondo la teoria del diritto naturale, la proprietà e i diritti di proprietà sono considerati diritti fondamentali intrinseci agli individui. Questa idea ha radici nella filosofia greca antica, antecedente persino ad Aristotele, e trova espressione nelle opere degli storici greci del V secolo a.C.

Successivamente, la scuola stoica romana, che privilegiava i valori morali ed etici, riprese, approfondendolo, il concetto dei diritti naturali. La questione della proprietà non è stata affrontata solo in ambito economico, ma anche in contesti filosofici e letterari. Un esempio emblematico si trova nell'opera di Goethe, dove l'eroe mitologico greco Epimeteo chiede al fratello Prometeo: “*Cosa ti appartiene?*”. Prometeo risponde astutamente: “*Solo ciò che è il frutto della mia attività: niente di più e niente di meno*”³. Questa riflessione incarna l'essenza del dibattito sulla proprietà,

² Bonelli F., (1996), *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, Giuffrè.

³ Epimeteo è un personaggio della mitologia greca, figlio di Giapeto, fratello di Prometeo e Atlante e marito di Pandora. Epimeteo è una parola greca che significa trasparenza.

sintetizzando l'evoluzione della civiltà tra la domanda di Epimeteo e la risposta di Prometeo.⁴

In ambito economico, il tema dei diritti di proprietà e della privatizzazione è stato discusso anche da Adam Smith. Nel suo celebre *“An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations”*, Smith osserva *“Non appena la terra di un paese diventa proprietà privata, i proprietari terrieri, come tutti gli altri uomini, amano raccogliere dove non hanno mai seminato, chiedendo un affitto anche per i suoi prodotti naturali”*⁵. Questa riflessione evidenzia come la privatizzazione e la proprietà privata abbiano influenzato profondamente la struttura economica e sociale nel corso della storia.

La forma di proprietà dominante in una società influenza profondamente le caratteristiche delle relazioni sociali e le modalità con cui queste vengono regolate: i cambiamenti nella forma di proprietà dominante comportano delle trasformazioni nelle posizioni e nello status degli individui e dei gruppi all'interno della società. Per questo motivo, questi cambiamenti non sono mai isolati, ma rappresentano un elemento di un più ampio mutamento del sistema sociale, che avviene in modo parallelo alle trasformazioni in altri ambiti della società.

Nelle società in cui prevale la proprietà privata, lo sviluppo dei meccanismi di mercato è un fenomeno intrinseco, mentre nelle società dominate dalla proprietà collettiva prevale l'economia pianificata e centralizzata. In questo contesto, la privatizzazione assume un ruolo centrale, diventando la chiave di volta e la base dei processi di transizione. Nei paesi ex-socialisti, la privatizzazione, insieme all'introduzione dei sistemi politici multipartitici, ha rappresentato uno dei segnali più evidenti dell'avvio della transizione, almeno sotto il profilo strutturale. Inoltre, negli ultimi decenni, quasi nessuno Stato nel mondo è rimasto immune da questo fenomeno, avendo almeno in parte privatizzato un'impresa statale o pubblica.⁶

⁴ Prometeo è il titano che ha rubato il fuoco a Zev e lo ha dato al popolo. Zevs lo punì per questo.

⁵ Smith, A., (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Translation: Global book, Novi Sad, 1998.

⁶ Smith, A., (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Translation: Global book, Novi Sad, 1998.

A seguito del diffondersi del processo di privatizzazione nel Vecchio continente, nelle economie di transizione l'iter avveniva attraverso programmi non riguardanti specifici comparti, ma attraverso un mutamento sistemico e strutturale.

Invece in Occidente la privatizzazione era spesso legata ai beni pubblici, ai "monopoli naturali", ai servizi di pubblica utilità, alle telecomunicazioni e al settore energetico, così che questi interventi risultavano relativamente semplici rispetto alle complesse privatizzazioni nelle economie in transizione, che dovevano conciliare una vasta gamma di obiettivi economici, politici e sociali.

La privatizzazione nei Paesi in transizione si configura chiaramente come un fenomeno multidimensionale, con implicazioni economiche, politiche e sociali. Tuttavia, non è altrettanto evidente se lo stesso vale anche per i Paesi occidentali. Vickers e Yarrow⁷ (1988) sottolineano che, in Occidente, la privatizzazione occupa una posizione di rilievo nelle agende politiche, ma si preoccupano di analizzare principalmente le conseguenze economiche, trattando il macro fenomeno come prevalentemente legato al mercato. Secondo questa prospettiva, le transazioni di privatizzazione sarebbero assimilabili a delle normali operazioni di mercato, sebbene con alcune peculiarità. Tuttavia, l'analisi dei casi di studio presentati nel loro lavoro evidenzia che è impossibile ignorare le cause e le implicazioni politiche associate alle operazioni di privatizzazione. Questo suggerisce che, indipendentemente dal contesto, la dimensione politica della privatizzazione è una componente rilevante sia nelle società ex-socialiste, dominate dalla proprietà statale, sia in quelle occidentali, basate principalmente sulla proprietà privata.

1.2.1 Le teorie dell'evoluzione organica dei diritti di proprietà

Le teorie della privatizzazione nella storia economica moderna trovano origine nella teoria istituzionale dell'impresa, introdotta da Coase⁸ e successivamente ampliata da Demsetz⁹. Il primo autore ha affrontato il tema della privatizzazione nel contesto della teoria dei costi di transazione (o costi sociali), fornendo una base concettuale che è

⁷ Vickers, J, Yarrow, G (1988), *Privatization: An Economic Analysis* Cambridge, MA:MIT Press

⁸ Coase, R. (1937), *The Nature of Firm*, *Economica*, Vol.4, pp.386-405.

⁹ Demsetz, H (1988), *Ownership, Control and the Firm*, Oxford: Basil Blackwell.

stata ulteriormente sviluppata da studiosi come Alchian¹⁰, Demsetz¹¹, O.E. Williamson¹² e Pejovich¹³, i quali hanno dato vita alla teoria dei diritti di proprietà. Queste teorie si radicano nella tradizione della scuola austriaca di economia e sono strettamente collegate alle critiche di Von Hayek¹⁴ e Von Mises¹⁵ nei confronti dei sistemi economici collettivisti. La letteratura mette in evidenza quanto gli agenti privati (imprese e proprietà privata) costituiscono il pilastro portante del sistema socio-economico. I privati hanno la possibilità di esercitare in autonomia i propri diritti, partecipando come unità autonome al sistema.

Steve Pejovich¹⁶ identifica due dimensioni fondamentali dei diritti di proprietà: una prima dimensione concerne l'impossibilità di scindere i diritti di proprietà dagli altri diritti. L'altra dimensione del diritto di proprietà riguarda il legame con i soggetti privati ed è legata alla prima variabile dimensionale. I diritti sulla proprietà regolano le regole di condotta concernenti le risorse che sono considerate sempre più scarse. Differenti ricerche mettono in evidenza l'efficacia del processo di privatizzazione, che varia a seconda dei fattori contestuali.

Poiché queste teorie sono state sviluppate prima dell'avvio dei processi di transizione, fornire istruzioni dettagliate sulla modalità di privatizzazione potrebbe risultare non efficace. Le teorie mettono in evidenza alcuni tratti caratteristici fondamentali delle transazioni, pur non offrendo guidelines specifiche sui modelli di privatizzazione. Questi elementi possono funzionare da punti di riferimento utili per i decision makers che gestiscono tali processi, contribuendo ad orientare il loro approccio in modo più informato e consapevole.

Il teorema di Coase suggerisce che quanto più le operazioni di privatizzazione assomigliano a normali transazioni di mercato, tanto maggiore sarà la probabilità che l'allocazione iniziale delle risorse risulterà efficiente. In particolare, le privatizzazioni che utilizzano il prezzo come principale criterio per selezionare il partner dello Stato

¹⁰ Alchian, A., Demsetz, H. (1973), *The property right paradigm*, Journal of Economic History, 33 (17), 16-27.

¹¹ Demsetz, H (1988), *Ownership, Control and the Firm*, Oxford: Basil Blackwell.

¹² Williamson, O. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Rational Contracting*, London: Macmillan.

¹³ Pejovich, S. (1990), *The Economics of Property Rights: Toward the Theory of Comparative System*, Dordrecht: Kluwer.

¹⁴ Hayek, F. (1944), *The Road to Serfdom*, Global book, Novi Sad, Translation, 1997.

¹⁵ Mises, L. (1935), *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*, London, Routledge.

nello scambio tendono ad avere maggiori probabilità di successo, ovvero di garantire un'allocazione efficace delle risorse.

Altra implicazione significativa riguarda gli oneri di transazione e la protezione dei diritti di proprietà. Ridurre i primi e garantire la tutela dei diritti di proprietà sono fattori cruciali per il successo di qualsiasi processo di privatizzazione. Gli oneri di transazione associati al processo di privatizzazione possono essere distinti tra quelli sostenuti dal venditore e quelli a carico dell'acquirente. I primi includono gli oneri correlati ai mutamenti istituzionali, all'emissione e alla distribuzione dei titoli azionari, alla raccolta di dati informativi e di altri processi di natura amministrativa. I secondi, ovvero gli oneri di transazione del compratore, comprendono quelli necessari per procedere alla raccolta di informazioni sul valore reale delle aziende, oltre ai costi derivanti da eventuali barriere agli scambi.

Una volta completata la distribuzione iniziale dei diritti di proprietà tramite la transazione di privatizzazione, il successo del processo dipenderà dalla capacità di ridurre gli oneri informativi, andando a semplificare ed a snellire gli ostacoli che possono sorgere ai flussi di scambio.

I benefici della proprietà privata incrementano quando il proprietario dispone di una vasta gamma di scelte per utilizzare il bene posseduto. Affinché, però, la proprietà privata produca dei benefici, è fondamentale operare in un contesto che favorisca la libertà contrattuale e garantisca la protezione dei diritti stessi.¹⁷

1.2.2 La privatizzazione: un ritorno alle idee di Smith

L'emergere delle istituzioni fondamentali che definiscono il quadro del sistema economico e stabiliscono le regole del gioco non dipende esclusivamente da fattori economici. Infatti, molto rilevanti sono anche elementi come la storia, la cultura, la tradizione, i modelli sociologici e psicologici, oltre ai fattori geografici, e tutti insieme giocano un ruolo significativo nell'evoluzione delle istituzioni economiche. Adam Smith riconobbe l'importanza di questi fattori non economici, integrandoli nella sua analisi senza separarli dalla teoria economica. Durante il tardo feudalesimo, le

¹⁷ Drakic, M. (2004), *Privatization in Transition Economies*, Master Thesis, Postgraduate Studies, Entrepreneurial Economy.

istituzioni del capitalismo si svilupparono in modo evolutivo e spontaneo, attraverso un processo organico. In contrasto, gli economisti neoclassici considerano l'origine del sistema economico e delle sue istituzioni come esclusivamente determinata da fattori economici. Tuttavia, la nuova economia istituzionale e la nuova economia politica reintroducono le intuizioni di Smith, sottolineando il ruolo cruciale dei fattori non economici nel plasmare le istituzioni economiche. Secondo questi approcci teorici contemporanei, i fenomeni economici e la formazione delle istituzioni economiche devono essere analizzati tenendo conto delle interazioni tra elementi economici e non economici.

North¹⁸ è stato tra i primi a sviluppare una teoria evolutiva multidisciplinare per spiegare il capitalismo come istituzione economica. L'integrazione di fattori economici e non economici nell'analisi dei fenomeni economici è una caratteristica distintiva della nuova economia politica. Tra le sue componenti principali figurano la teoria della scelta pubblica, la teoria della costituzione economica e la teoria dell'azione collettiva. Le teorie evolutive del capitalismo hanno dimostrato che le imprese private e la proprietà privata garantiscono un'allocazione delle risorse maggiormente produttiva e un livello di efficienza economica superiore sia a livello microeconomico che macroeconomico rispetto ai sistemi basati sulla proprietà collettiva e sulla pianificazione centrale. Inoltre, queste teorie evidenziano come i costi di transazione, sia individuali che sociali, siano inferiori in un sistema economico dominato dalla proprietà privata rispetto a quello basato sulla proprietà statale.

Studiosi come Buchanan¹⁹, Brennan²⁰ e Olson²¹ hanno ampliato queste teorie, analizzando i processi di transizione da un sistema economico basato sulla proprietà collettiva e sulla pianificazione centrale a un sistema in cui predominano i mercati e la proprietà privata. Essi hanno sottolineato che tale transizione non può essere realizzata esclusivamente attraverso il cambiamento delle istituzioni economiche, per quanto

¹⁸ North, D (1981), *Structure and Change in Economic History*, New York and London: Norton. North, D. (1991), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press.

¹⁹ Buchanan, J. (1978), *Cost and Choice: An Inquiry into Economic Theory*, Chicago: The University of Chicago Press.

²⁰ Brennan, G; Buchanan, J (1985), *The Reason of Rules: Constitutional Political Economy*, Cambridge: Cambridge University Press. Buchanan, J; Tullock, G. (1989), *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.

²¹ Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nation: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*, New Haven, London: Yale University Press

radicale possa essere. Le istituzioni riformate funzionano efficacemente solo se accompagnate da un cambiamento profondo e strutturale della costituzione economica del Paese.

La privatizzazione, pertanto, non si riduce ad un mero trasferimento di proprietà o funzioni di gestione dallo Stato ai privati, ma rappresenta una leva fondamentale per ridefinire l'intera costituzione economica. Senza una trasformazione completa del sistema economico che supporti le regole del mercato e la proprietà privata, le aziende privatizzate non possono prosperare e sono destinate a fallire. Questa incompatibilità tra la costituzione economica preesistente e le nuove istituzioni ha spesso limitato i risultati della privatizzazione, soprattutto nelle fasi iniziali della transizione, con effetti modesti sulla ristrutturazione economica e sull'efficienza delle imprese privatizzate.

Queste teorie della privatizzazione non forniscono una valutazione diretta sull'efficienza dei diversi metodi e modelli di realizzazione della stessa; piuttosto, si concentrano sulla descrizione di come modificare in modo coerente le regole del gioco economico, ossia le istituzioni economiche e le relazioni tra di esse. I principi fondamentali di queste regole possono essere sintetizzati nei seguenti punti:

- Il ruolo dello Stato e del Parlamento: è, infatti, responsabilità dello Stato, attraverso il Governo e il Parlamento, definire un quadro giuridico per la transizione. Questo quadro deve stabilire in modo rigoroso ciò che non è consentito dopo il trasferimento della proprietà statale ai privati, per garantire chiarezza e stabilità normativa;
- Astensione dell'amministrazione statale: l'amministrazione statale non può operare direttamente come venditore o acquirente nel mercato della privatizzazione. Le agenzie governative sono guidate da strutture di incentivi differenti rispetto agli altri attori economici, i cui interessi sono principalmente definiti in termini economici;
- Delega delle transazioni: poiché lo Stato e le amministrazioni locali sono i proprietari legali di beni non privati, essi devono delegare la propria autorità ad agenti privati o ai dirigenti delle imprese statali per la gestione delle singole transazioni di privatizzazione. In questo modo, lo Stato evita di interferire nei processi economici con interessi non economici;

- Gestione dell'informazione: delegare le transazioni non elimina l'asimmetria informativa, ma limita il rischio che i dirigenti aziendali manipolino le informazioni a proprio vantaggio. Inoltre, consente allo Stato di evitare di basarsi unicamente sui dati forniti dalle aziende stesse, riducendo così il rischio di inefficienze;
- Controllo razionale della privatizzazione: il trasferimento dei diritti di proprietà dallo Stato agli agenti economici deve avvenire secondo regole e procedure chiare, trasparenti, prevedibili e competitive. Solo attraverso il rispetto di questi criteri è possibile garantire che la privatizzazione sia guidata da criteri razionali ed economici.

Infine, per garantire che la proprietà privata sia efficiente, i decisori politici devono proteggere la libertà contrattuale, ridurre al minimo gli oneri fiscali e normativi, perseguire politiche monetarie liberali e aprire i confini a beni, servizi e investimenti. Solo così sarà possibile *“liberare la creatività imprenditoriale della popolazione e dei Paesi vicini”*²².

1.3 Metodi di privatizzazione

La vendita di imprese statali può essere realizzata attraverso diversi metodi, la cui scelta dipende dagli obiettivi politici del governo, dal contesto del mercato interno e dalle caratteristiche, nonché dalla dimensione dell'azienda in questione. Gli obiettivi della privatizzazione sono spesso interconnessi, ma possono entrare in conflitto tra di loro, e questa tensione diventa particolarmente evidente nella selezione del metodo da adottare. Ogni approccio presenta implicazioni diverse per il raggiungimento degli obiettivi politici. Ad esempio, i metodi volti alla massimizzazione dei proventi possono favorire una solida governance aziendale, ma esercitano un impatto limitato sullo sviluppo del mercato azionario nazionale; di contro, i metodi che promuovono un'ampia partecipazione azionaria spesso generano una proprietà dispersa, limitando la formazione di una robusta struttura di governance.

Pertanto, la scelta del metodo di privatizzazione rappresenta per il governo un delicato gioco di equilibrio, volto a bilanciare obiettivi potenzialmente in contrasto tra loro. Di

²² Boettke, P. (2004), *An Austrian. Economist Perspective on Transitional Political Economy*, The Journal of the Hayek Society at London School of Economics, pp 12-15.

seguito vengono descritti i principali metodi di privatizzazione adottati nei Paesi dell'OCSE, accompagnati da una breve panoramica delle loro caratteristiche e implicazioni:

- Offerte pubbliche di azioni sul mercato azionario. È un metodo utilizzato per garantire trasparenza, attrarre investitori e promuovere lo sviluppo del mercato azionario;
- Vendite commerciali, realizzate attraverso la compravendita diretta di aziende statali a investitori privati, spesso mediante trattative bilaterali o aste competitive;
- Vendite miste che combinano elementi di diverse modalità di vendita per rispondere a obiettivi multipli, come l'attrazione di investimenti e la distribuzione di azioni tra i cittadini;
- Acquisizioni da parte di dirigenti e dipendenti. Consente ai lavoratori o ai manager delle imprese statali di acquistare le quote dell'azienda, favorendo il coinvolgimento diretto nella sua gestione;
- Vendite di attività a seguito della liquidazione di SOE (State-Owned Enterprises): è il metodo utilizzato quando la vendita dell'intera impresa non è possibile o non è conveniente, comportando la cessione di singole attività o divisioni;
- Privatizzazione di massa: permette di coinvolgere la distribuzione su larga scala delle proprietà delle imprese statali attraverso strumenti come voucher o certificati, spesso utilizzata nelle economie in transizione per accelerare il passaggio alla proprietà privata.

Questa panoramica evidenzia come ciascun metodo sia progettato per rispondere a specifiche esigenze politiche ed economiche, richiedendo una valutazione attenta per garantire il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

1.3.1 Offerte pubbliche

La privatizzazione tramite offerta pubblica di azioni è un processo competitivo e aperto che prevede la quotazione in borsa delle azioni di una società. Sebbene rappresenti il metodo di vendita più trasparente, è anche quello più costoso richiedendo una

preparazione e pianificazione approfondita, un'importante ristrutturazione dell'impresa e l'assistenza di numerosi consulenti, tra cui avvocati, contabili, banchieri d'investimento, esperti del settore e consulenti di marketing e pubbliche relazioni. A causa dei preparativi e dei costi significativi, questo metodo viene solitamente impiegato per privatizzare aziende di grandi dimensioni con buone prospettive di rendimento. La privatizzazione attraverso offerta pubblica di azioni richiede anche un'infrastruttura finanziaria e legale ben sviluppata, come mercati azionari liquidi e profondi e leggi adeguate che regolano i diritti di proprietà, il diritto societario e le procedure di insolvenza. Tuttavia, in alcuni casi, la privatizzazione stessa ha favorito lo sviluppo del mercato azionario in Paesi dove il mercato dei capitali non era ancora ben strutturato.

Le offerte pubbliche di azioni sono particolarmente efficaci quando il governo intende stimolare lo sviluppo del mercato azionario e promuovere una cultura della proprietà azionaria. Questo è stato uno dei motivi principali per cui diversi Paesi dell'OCSE, con mercati azionari relativamente piccoli (come Italia, Spagna e Portogallo), hanno scelto questa modalità di privatizzazione. In Paesi come il Regno Unito, dove il mercato azionario era già ben sviluppato, le offerte pubbliche hanno contribuito ulteriormente alla crescita del mercato. Tuttavia, le offerte pubbliche tendono a comportare una proprietà dispersa che, in assenza di un mercato del controllo societario ben strutturato, può indebolire la governance della società. Inoltre, rispetto alle vendite commerciali, le offerte pubbliche offrono meno flessibilità, poiché non consentono la negoziazione di contratti specifici o l'impegno degli acquirenti in relazione alla transazione. Infine, sebbene possano generare ricavi significativi, le offerte pubbliche di azioni sono spesso più costose da realizzare e potrebbero comportare una certa perdita di valore a causa di un possibile sottoprezzo delle azioni o degli incentivi offerti agli acquirenti.²³

1.3.2 Le vendite commerciali

Le vendite commerciali consistono nella cessione diretta di un'attività a un acquirente attraverso trattative o un processo basato su offerte competitive. Questo metodo è generalmente utilizzato per la vendita di aziende di piccole e di medie dimensioni ed

²³ Jenkinson T. (1998), *Corporate Governance and Privatisation Via IPO*, Paper in Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation, OECD Proceedings, Paris, 1998.

è stato preferito da Paesi che necessitano di un management forte e di un'infusione di tecnologia, come gli ex membri dell'OCSE in transizione economica. Rispetto alle offerte pubbliche di azioni, le vendite commerciali richiedono generalmente una ristrutturazione legale minima, un minor grado di pianificazione, e sono quindi più economiche e veloci da realizzare. Inoltre, le vendite commerciali sono fattibili anche in ambienti di mercato meno sviluppati e sofisticati, motivo per cui sono state frequentemente adottate in Paesi più piccoli dell'OCSE.

In termini di risultati finanziari, le vendite commerciali possono generare ricavi superiori, poiché generalmente comportano un premio di prezzo per il trasferimento del controllo. Tuttavia, queste vendite non sono sempre orientate esclusivamente alla massimizzazione dei ricavi. Infatti, tendono a favorire lo sviluppo di una solida struttura di governance rispetto alle offerte pubbliche di azioni, in particolare quelle che generano una proprietà azionaria dispersa, ma non contribuiscono allo sviluppo del mercato dei capitali. Un vantaggio significativo delle vendite commerciali è la loro capacità di attrarre investimenti diretti esteri, con benefici economici a lungo termine che si estendono oltre i settori immediatamente coinvolti. Quest'ultimo rappresenta un aspetto particolarmente utile per le economie in transizione. Per quanto riguarda l'integrità del processo, il principale svantaggio delle vendite commerciali è che, rispetto alle offerte pubbliche, non offrono lo stesso livello di trasparenza, il che può esporre il processo a rischi di corruzione, specialmente quando vengono condotte senza una competizione adeguata. Tuttavia, l'adozione di un processo completamente trasparente, con procedure chiare e ben definite per le trattative e la selezione degli acquirenti, può ridurre questi rischi e garantire l'integrità dell'intero processo. Un esempio positivo di questo approccio è stato dato dalla Polonia, dove l'introduzione di processi trasparenti e dettagliati ha reso le vendite commerciali un metodo di privatizzazione efficace e di successo.

Una volta scelto il metodo di privatizzazione basato sulla vendita commerciale, il governo deve decidere quale approccio adottare. Esistono diverse modalità per condurre la vendita:

- Vendite negoziate. Tale tipologia di approccio è meno trasparente rispetto alle offerte pubbliche di azioni ed è stato utilizzato in Paesi con mercati azionari relativamente piccoli o dove il numero di potenziali acquirenti di un'attività è

limitato. Con le vendite negoziate, il governo ha la flessibilità di trattare direttamente con ciascun acquirente, offrendo ad ognuno delle condizioni personalizzate. Inoltre, questo metodo è più economico e facile da organizzare rispetto a un processo di offerta competitiva, rendendolo particolarmente utile quando le dimensioni dell'attività e la scarsità di acquirenti rendono poco pratici approcci di vendita più complessi. Tuttavia, il principale svantaggio di questo approccio sta nella scarsa trasparenza, che può esporre il processo al rischio di corruzione. Per questo motivo, è fondamentale stabilire un processo di selezione chiaro e con regole ben definite, al fine di minimizzare il rischio e la percezione di abusi. Le vendite negoziate oltre a poter generare ricavi inferiori rispetto a un'asta competitiva (a causa della limitata concorrenza tra gli acquirenti), potrebbero anche non portare all'individuazione dell'acquirente di migliore qualità.

- Procedura di offerta competitiva. Questo è un altro approccio alle vendite commerciali, ovvero la gara d'appalto che può assumere due forme: la prima, è quella più semplice, ovvero una basata esclusivamente sul prezzo, dove il prezzo è l'unico criterio di selezione. La seconda forma, più articolata, prevede una gara in cui gli offerenti presentano un business plan e l'offerta è valutata sulla base di una combinazione di fattori, non solo sul prezzo. Il primo approccio è solitamente adottato per la vendita di beni di dimensioni contenute, quando il mercato del prodotto è competitivo e non vi sono interessi pubblici rilevanti dopo la privatizzazione. Il secondo approccio viene invece utilizzato quando il governo mantiene un interesse a lungo termine nell'entità privatizzata e vuole garantire che gli obiettivi di politica pubblica siano rispettati dalla nuova proprietà.

Il processo di vendita inizia tipicamente con un invito a manifestare interesse da parte di potenziali acquirenti, le cui informazioni vengono utilizzate per stilare una lista pre-qualificata di offerenti, invitati poi a presentare un'offerta per l'azienda. Durante questa fase, gli acquirenti devono firmare accordi di riservatezza, ricevere dettagli aggiuntivi sull'azienda e presentare offerte vincolanti. La selezione dell'acquirente avviene in base a queste offerte. In alcuni casi, per garantire che l'acquirente abbia la capacità di gestire l'azienda e compiere gli investimenti necessari, si ricorre a un processo di offerta in due fasi. I potenziali acquirenti competono presentando un business plan che

soddisfatti i requisiti governativi in termini di competenze tecniche, investimenti post-privatizzazione e impegni ambientali o di occupazione. Solo gli offerenti che soddisfano tutti i requisiti tecnici possono poi proporre un'offerta finanziaria. Tuttavia, monitorare e applicare questi impegni specifici è complesso e costoso, ed è soggetto a potenziali controversie e rinegoziazioni. Un approccio alternativo ha enfatizzato le capacità tecniche degli acquirenti e la loro capacità di mantenere l'azienda operativa. In questo caso, il processo inizia con un invito a manifestare interesse e la presentazione di un'offerta tecnica, usata per valutare le competenze e selezionare gli offerenti qualificati. La seconda fase prevede una competizione basata sul prezzo. Sebbene il processo negoziato sia più rapido, economico e flessibile, consentendo al governo di negoziare e incentivare l'innovazione, l'esperienza suggerisce che un approccio trasparente e competitivo tende a produrre risultati politicamente più sostenibili.²⁴

1.3.3 Vendite miste

Le vendite miste combinano solitamente vendite commerciali con offerte pubbliche di azioni e/o la cessione di quote ai dipendenti; tale tipologia di approccio è stato adottato in numerosi processi di privatizzazione nei Paesi OCSE. Con le vendite miste, i governi possono perseguire molteplici obiettivi. La privatizzazione inizia generalmente con il trasferimento di una quota significativa di controllo a un acquirente strategico, che porta con sé la gestione e la tecnologia necessarie per migliorare l'azienda. Successivamente, si realizza l'offerta pubblica di azioni sul mercato azionario. Una terza opzione possibile è la vendita di azioni ai dipendenti, al fine di garantire la loro partecipazione.

L'offerta pubblica di azioni consente al governo di stimolare lo sviluppo del mercato dei capitali, assicurando al contempo che l'azienda possa beneficiare di un apporto di tecnologia e di una struttura di governance più solida rispetto a quanto avverrebbe con una partecipazione azionaria più dispersa. L'ordine in cui vengono combinati i vari metodi di vendita può variare, ma nell'area OCSE la prassi comune prevede che la

²⁴ Klein M. (1998) "Bidding For Public Concessions - The Impact Of Contract Design", Public Policy For Private Sector Note No. 158, World Bank

vendita a un investitore strategico avvenga prima dell'offerta pubblica di azioni. Questo primo passo aiuta il governo a vendere gli asset dopo che il nuovo assetto proprietario ha migliorato l'efficienza e creato valore, facilitando così il raggiungimento di prezzi azionari più elevati nelle fasi successive. Inoltre, anticipando la vendita commerciale rispetto all'offerta pubblica, il governo può ottenere un prezzo migliore per le quote vendute, poiché gli acquirenti sarebbero riluttanti a pagare più del prezzo fissato per le azioni, una volta che queste sono negoziate in borsa. Tra le privatizzazioni recenti che hanno adottato questo approccio vi sono quelle di Contact Energy in Nuova Zelanda e Telecom Eireann in Irlanda.²⁵

1.3.4 *Gestione e acquisto di dipendenti*

I *management and employee buy-out* (MBEO) si riferiscono generalmente alla privatizzazione di un'impresa attraverso la sua vendita a una nuova entità giuridica, in cui una parte significativa, o addirittura la maggioranza, delle azioni è detenuta dai dipendenti e dai dirigenti. Gli acquirenti possono essere esclusivamente dipendenti, solo dirigenti, o una combinazione di entrambi. In alcuni casi, il trasferimento a questo gruppo di acquirenti avviene per ragioni pratiche, ad esempio quando le dimensioni e le caratteristiche dell'entità giustificano questa soluzione, o quando l'equilibrio tra obiettivi politici, economici e fiscali rende preferibile tale approccio.

In questo contesto, il MBEO costituisce una modalità di privatizzazione. In queste operazioni, il trasferimento può riguardare l'intero pacchetto di attività o azioni della società, e il finanziamento della vendita può implicare o meno un impegno diretto di fondi da parte dei dipendenti e dei dirigenti. Le istituzioni finanziarie possono anche svolgere un ruolo nelle transazioni, fornendo credito o partecipando come acquirenti. Nella sua forma più ampia, il *Management And Employee Buy-Out* può essere considerato come una variante speciale di vendita commerciale, in cui l'intera partecipazione o una sua parte nell'azienda viene venduta a dirigenti e/o dipendenti. La vendita può avvenire tramite un accordo negoziato o come parte di un processo competitivo, con questo gruppo di acquirenti che partecipa alla selezione, e la caratteristica distintiva è rappresentata dall'identità degli acquirenti. L'esperienza delle

²⁵ Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD countries, OECD (2003)

acquisizioni da parte di dirigenti e dipendenti e le loro performance in termini di impatto sull'occupazione, ristrutturazione per migliorare l'efficienza, longevità e sopravvivenza sono influenzate da fattori quali:

- Il grado di partecipazione dei dipendenti nel processo decisionale e la percezione di appartenenza alla proprietà dell'impresa;
- Il modo in cui il management e i dipendenti hanno acquisito le loro quote societarie, ossia se hanno una partecipazione finanziaria nell'azienda o se l'hanno ricevuta gratuitamente, e la presenza o meno di un vincolo di budget rigoroso;
- Le dinamiche del mercato in cui l'azienda opera.

1.3.5 Dispositivi di controllo post-privatizzazione

I meccanismi di controllo post-privatizzazione si riferiscono a disposizioni e accordi che i governi stabiliscono al momento della vendita per mantenere un certo livello di controllo sulle imprese privatizzate e proteggere queste ultime dalle pressioni della competizione per il controllo aziendale. Tali dispositivi sono generalmente adottati quando il governo intende prevenire l'acquisizione da parte di investitori esteri ed esterni al mercato nazionale, di aziende operanti in settori considerati di interesse strategico, come la difesa, o per motivi legati alla protezione dell'interesse pubblico.

Uno degli obiettivi principali della privatizzazione è migliorare l'efficienza e le performance aziendali. Per tale motivo, è fondamentale che la privatizzazione non si limiti semplicemente a un cambio di proprietà, ma che venga accompagnata da modifiche nella governance aziendale. Pertanto, i programmi che puntano a raccogliere fondi per il bilancio senza introdurre modifiche negli incentivi e nelle strutture di governance o che instaurano rapporti che non promuovono una governance efficace, difficilmente potranno raggiungere i risultati desiderati.²⁶

Esistono tre principali approcci al controllo post-privatizzazione: le golden share, il nucleo stabile di azionisti e il mantenimento della partecipazione di controllo.

²⁶ Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD countries, OECD (2003)

Il primo approccio, quello delle golden share prevede il conferimento ai governi di poteri speciali e diritti di veto nelle società completamente o parzialmente privatizzate e sono sfruttate dagli stessi come strumento di protezione della società, appena privatizzata, da acquisizioni esterne ostili.

Le golden share sono state introdotte per la prima volta nel Regno Unito durante il processo di privatizzazione delle aziende statali, con l'intento di proteggere le aziende privatizzate da eventuali acquisizioni indesiderate. Successivamente, le golden share sono state ampiamente adottate in diversi Paesi membri dell'OCSE, diventando un elemento chiave dei dispositivi di controllo post-privatizzazione. Tra i Paesi che le hanno adottate figurano Francia (con le "action spécifique"), Paesi Bassi, Spagna, Portogallo, Belgio, Nuova Zelanda (con le "Kiwi shares"), Italia, Repubblica Ceca, Polonia, Ungheria e Turchia. Al contrario, Paesi come Messico, Svezia e Svizzera non hanno fatto uso delle golden share. Anche l'Australia, pur avendo attuato un ampio programma di privatizzazione, non ha adottato le golden share né altri strumenti di controllo post-privatizzazione. In Germania, inoltre, le golden share non sono ammesse per legge, e non esistono dispositivi speciali di controllo post-privatizzazione, oltre alla gestione dei contratti.

Le golden share possono rappresentare un ostacolo al miglioramento dell'efficienza, in quanto potrebbero permettere al governo di interferire nelle decisioni aziendali, minando il funzionamento del mercato del controllo societario. Di conseguenza, la loro adozione può generare incertezze tra gli investitori e, generalmente, non è ben vista dai mercati.²⁷

In Italia, le golden share erano inizialmente definite in modo più ampio, ma in seguito alle preoccupazioni sollevate dall'Unione Europea riguardo al loro impatto sulla libera circolazione dei capitali e sull'instaurazione di un mercato unico, sono state riviste nel 1999, limitandone l'uso alle "industrie strategiche" e a motivi di interesse pubblico molto ristretti. In Portogallo, le golden share sono state definite in modo più ampio, includendo disposizioni che limitano la partecipazione di cittadini stranieri e si applicano a settori come assicurazioni, banche, energia e trasporti. In Polonia, il governo ha mantenuto le golden share in alcune delle società privatizzate per garantire

²⁷ Megginson L.M., and Netter J.M. (2001), *From State to Market: A Survey of Empirical Studies On Privatisation*, Journal of Economic Literature, June 2001.

un controllo efficace da parte del Tesoro e per supervisionare gli impegni degli investitori, in linea con gli obiettivi di politica pubblica. Queste golden share sono state di natura temporanea e sono scadute una volta che gli impegni da parte degli acquirenti sono stati soddisfatti.

Sebbene i poteri associati alle golden share siano stati raramente utilizzati, la loro esistenza ha agito come deterrente per le acquisizioni. Un esempio di questo effetto si è verificato nei progetti di fusione tra KPN (un'azienda olandese di telecomunicazioni parzialmente privatizzata) e Telefonica (ex azienda di telecomunicazioni spagnola a proprietà statale, dove il governo mantiene una golden share), che sono stati impediti proprio grazie a queste disposizioni.²⁸

Il secondo approccio prevede la creazione di un nucleo stabile di azionisti, in cui la struttura proprietaria della società privatizzata include un gruppo di investitori nazionali, come banche, gruppi industriali alleati e famiglie, a cui viene affidata una partecipazione rilevante. Questi investitori sono vincolati a mantenere la loro quota per un periodo prestabilito e collaborano per esercitare il controllo sulla società. L'obiettivo è garantire una governance stabile durante i primi anni dopo la privatizzazione, proteggendo l'azienda da potenziali acquisizioni ostili.

Tale approccio è stato adottato nelle fasi iniziali dei programmi di privatizzazione in Paesi con mercati azionari meno sviluppati, dove la proprietà delle società quotate tendeva a concentrarsi in un gruppo di azionisti che detenevano blocchi significativi di azioni, assicurando il controllo. L'adozione di questa strategia può essere vantaggiosa nei contesti in cui il mercato azionario nazionale ha capacità limitate, la presenza di investitori istituzionali è scarsa o assente, e ci sono preoccupazioni riguardo alla vendita di grandi pacchetti azionari a investitori esteri.

La governance può essere influenzata dalla creazione di partecipazioni incrociate esclusive e dalla mancanza di trasparenza, che portano a significativi sconti sui prezzi delle azioni delle società privatizzate. In particolare:

- Le partecipazioni incrociate tra gli azionisti principali possono vincolare il loro patrimonio, impedendo al capitale di essere utilizzato in modo ottimale e produttivo;

²⁸ Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD countries, OECD (2003)

- Il potere del management tende a rimanere consolidato, e l'approccio scelto favorisce gli interessi degli azionisti principali, spesso a discapito di una maggiore efficienza aziendale e degli interessi degli altri investitori;
- La mancanza di trasparenza ostacola lo sviluppo e il funzionamento del mercato del controllo societario, limitando la concorrenza e la supervisione.

Il nucleo stabile di azionisti è stato adottato in Paesi come la Spagna e in una forma modificata nelle privatizzazioni italiane. Quest'ultima versione è emersa come risposta a un mercato azionario relativamente ridotto e alla carenza di investitori istituzionali in Italia, affrontando le problematiche di corporate governance, in particolare attraverso il divieto di patti parasociali.

La nuova generazione di accordi di azionariato stabile nelle privatizzazioni è stata ideata soprattutto per risolvere le problematiche di stabilità finanziaria in Paesi con mercati azionari poco profondi e instabili, caratterizzati da un coinvolgimento istituzionale limitato. La principale innovazione di questi accordi è il divieto esplicito dei patti parasociali, offrendo delle condizioni più favorevoli per gli azionisti rispetto al vecchio modello di "nucleo stabile", che imponeva azioni concertate tra gli azionisti e non consentiva l'uscita.²⁹

1.3.6 Mantenimento di una partecipazione di controllo

In alcuni Paesi, il governo ha scelto di privatizzare una quota di minoranza di un'azienda, mantenendo però il controllo pubblico a lungo termine per tutelare l'interesse nazionale o sociale. In questa modalità, l'obiettivo è vendere una quota di minoranza per migliorare le performance dell'azienda mediante l'apporto di capitale privato e delle competenze manageriali, senza rinunciare al controllo immediato. Attraverso la privatizzazione parziale, il governo può risolvere alcuni problemi legati alla proprietà statale e contribuire a migliorare l'efficienza. Ad esempio, la privatizzazione rende più chiara l'identità legale dell'azienda e la sua struttura finanziaria diventa più flessibile, con un conseguente miglioramento della valutazione dell'azienda. Questi cambiamenti favoriscono anche una definizione più chiara degli obiettivi aziendali, rendendo possibile l'introduzione di incentivi legati ai risultati,

²⁹ Loulmet L., Morin F. (1999), *The Rupture of the French Model of Capital Holding and Management*, in OECD Proceedings Of The First Corporate Governance Roundtable in Asia: March 1999, Seoul.

come le stock option per i dirigenti. L'ingresso del private equity porta anche un maggiore controllo e disciplina da parte del mercato. Si concentra l'attenzione dei Consigli di amministrazione e del management sulla creazione di valore per gli azionisti, piuttosto che su obiettivi "politici", e può incrementare la trasparenza obbligando la società a rispettare dei requisiti di divulgazione.

Se da un lato la privatizzazione parziale presenta vantaggi significativi, dall'altro comporta anche alcuni svantaggi: se la struttura di governance e gli incentivi restano invariati, è improbabile che si raggiungano tutti i benefici legati a una maggiore efficienza. L'azienda potrebbe rimanere vulnerabile alle interferenze politiche, con la conseguente incertezza per gli investitori e una svalutazione delle azioni. Tale scenario è supportato da evidenze empiriche che mostrano come le aziende completamente privatizzate tendano a essere più efficienti e a registrare miglioramenti operativi rispetto a quelle parzialmente privatizzate. Inoltre, la privatizzazione parziale non elimina il legame con lo Stato, che continua a essere esposto al rischio, soprattutto in settori di interesse pubblico, come nei servizi di pubblica utilità, dove la fornitura di beni e servizi deve proseguire, o quando l'azienda è di dimensioni tali da non poter fallire.

Per far funzionare la privatizzazione parziale, è cruciale che lo Stato non interferisca nelle decisioni commerciali dell'azienda e che agisca come un azionista orientato ad aumentare il valore delle sue partecipazioni. È altrettanto importante che i mercati abbiano fiducia nelle intenzioni dello Stato. Tuttavia, l'assenza di un mercato ben funzionante per il controllo societario o di accordi che ne ostacolano lo sviluppo riduce l'efficacia della disciplina del mercato dei capitali nel migliorare l'efficienza. Il governo deve anche trovare un equilibrio nel determinare la dimensione della partecipazione da privatizzare; se questa fosse troppo piccola, i mercati potrebbero dubitare delle sue intenzioni di perseguire obiettivi commerciali.³⁰

1.4 Gli effetti della privatizzazione

Il processo di privatizzazione ha molteplici effetti sul sistema socio-economico: essi variano a seconda delle specifiche circostanze e delle modalità con cui trova

³⁰ Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD countries, OECD (2003)

attuazione. Gli effetti possono essere positivi e negativi e coinvolgono vari aspetti, in questa sezione si cerca di fare un sunto delle evidenze empiriche degli effetti delle privatizzazioni.

Innanzitutto, prima di riportare le singole categorie di effetti è importante segnalare le difficoltà di questi studi empirici legate ai dati e alla metodologia. I problemi di dati includono la mancanza di dati affidabili e comparabili e la distorsione di selezione nel campione di aziende studiate. Le difficoltà metodologiche sono dovute principalmente al fatto che solitamente la privatizzazione non è un processo a se stante ma è spesso portato avanti assieme ad altre operazioni quali la liberalizzazione del mercato e del commercio e la riforma fiscale, rendendo così più difficile cercare di circoscrivere i soli miglioramenti dovuti al solo fatto di privatizzare. Inoltre, risulta complesso operare un confronto rispetto a come si sarebbe sviluppata l'azienda se non fosse stata privatizzata.

1.4.1 Effetti sulle performance aziendali

Il processo di privatizzazione ha migliorato le performance finanziarie e operative delle aziende oggetto di cessione? Per rispondere a questa domanda di ricerca, gli studiosi hanno eseguito interessanti studi empirici sull'effetto della dismissione sulle prestazioni delle ex imprese pubbliche. In questo ambito è importante citare lo studio di Megginson and Netter (2001)³¹ che presenta il riassunto di vent'anni di politiche di privatizzazione. Da questo paper si arriva alla conclusione che alla privatizzazione sia associato un aumento della produzione, dell'efficienza, della redditività e degli investimenti in capitale. Gli studiosi ci tengono a precisare che questo risultato è valido sia nelle economie non in transizione che in quelle in transizione sebbene facciano due precisazioni:

- Nel primo caso l'esito è pressoché unanime, infatti, vi si trova solo uno studio in controtendenza, ovvero quello di Martin e Parker (1995)³², nel quale gli

³¹ Megginson L.M., and Netter J.M. (2001), From State to Market: A Survey of Empirical Studies On Privatisation, Journal of Economic Literature, June 2001.

³² Martin, Stephen and David Parker. (1995), Privatization and Economic Performance Throughout the UK Business Cycle

studiosi , per 6 su 11 imprese britanniche esaminate, evidenziano un calo della performance dopo la privatizzazione.

- Nel secondo caso gli esiti variano di più rispetto al primo e questo accade per diversi motivi: le privatizzazioni delle economie in transizione avvengono in concomitanza con un'importante trasformazione socio-economica; inoltre i dati di questi studi presentano problemi (quali selezione dei dati, variabili omesse, dati disponibili solo previa indagine) che sono assai più consistenti rispetto agli studi sulle economie non in transizione.

Dopo aver letto questi risultati sulla redditività una domanda sorge spontanea: perché si riscontra un aumento delle performance dopo la privatizzazione? Megginson e Netter (2001) riscontrano che se ci soffermiamo nelle economie in transizione il principale fattore che porta quell' output è il cambio dei manager dovuto alla privatizzazione. Invece, considerando le economie non in transizione, purtroppo non si trovano studi che riportano prove esplicite di questo fatto ma i 2 studi di Catherine Wolfram³³ e Michael Cragg e Alexander Dyck³⁴ rivelano che, in UK, dopo la privatizzazione, i manager delle aziende privatizzate hanno una retribuzione non solo maggiore ma anche che dipende maggiormente dai risultati dell' azienda. D'Souza et al. (2000)³⁵ è l'unico studio che, nell'ambito delle economie non in transizione, cerca di indagare in maniera esplicita i fattori di miglioramento delle aziende privatizzate: si osservano maggiori aumenti in efficienza nei settori regolamentati, nelle imprese che effettuano un'operazione di ristrutturazione interna (ovvero modificano la loro organizzazione interna, i processi produttivi o la gestione delle risorse) e nelle nazioni che garantiscono una elevata protezione degli azionisti.

1.4.2 Effetti sull'occupazione

Spesso quando la politica parla di privatizzazioni di imprese statali i sindacati sono tra i principali antagonisti. Dal punto di vista teorico i dipendenti pubblici lavorano in condizioni più favorevoli rispetto ai dipendenti privati e occupano generalmente i

³³ Wolfram, Catherine D. 1998. "Increases in Executive Pay Following Privatization,"

³⁴ Cragg, Michael I. and I. J. Alexander Dyck. 1999a. "Management Control and Privatization in the United Kingdom,"

³⁵ D'Souza, Juliet; Robert Nash, and William L. Megginson. 2000. "Determinants of Performance Improvement in Newly-Privatized Firms: Does Restructuring and Corporate Governance Matter?"

settori più organizzati dell'economia. L'opposizione dei sindacati è principalmente dovuta all'aspettativa di una riduzione dell'occupazione e un peggioramento delle condizioni contrattuali in seguito alla privatizzazione. In particolare, questo impatto della privatizzazione sull'occupazione è ulteriormente rilevante nei paesi in cui: le "State Owned Enterprises" rappresentano una fetta importante dell'occupazione; le possibilità di trovare lavoro sono poche; vi sono sistemi di assistenza sociale non all'avanguardia.

L'evidenza empirica sull'impatto della privatizzazione sull'occupazione, se confrontata con la questione degli effetti sulla performance, risulta essere innanzitutto meno analizzata e inoltre i risultati conseguiti sono decisamente meno netti e piuttosto contrastanti. Per capire come mai si parla di risultati contrastanti si può iniziare evidenziando 8 studi, nell'ambito delle economie non in transizione, (dei 22 complessivi) riportati nel paper di Megginson e Netter (2001)³⁶. Tra questi è importante notare che 3 studi su larga scala [Megginson, Nash e van Randenborgh (1994)³⁷, Boubakri e Cosset (1998)³⁸, Galal et al. (1994)³⁹] documentano un aumento statisticamente significativo nell'occupazione. Invece risultati completamente opposti si evidenziano in 5 studi [Ramamurti (1997)⁴⁰, D'Souza e Megginson (1999)⁴¹, La Porta e Lopez-de-Silanes (1999)⁴², Laurin e Bozec (2000)⁴³ e Boardman, Laurin e Vining (2000)⁴⁴] che riportano un aumento statisticamente significativo della disoccupazione: è importante sottolineare che a volte questo impatto è enorme e come esempio si riporta lo studio di Ramamurti⁴⁵, in cui si riscontra un risultato spropositato, dove un miglioramento della produttività del lavoro del 370% è accompagnato da un

³⁶ Netter, Jeffrey M. and Megginson, William L., *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, 2001

³⁷ Megginson, William; Robert Nash, and Matthias van Randenborgh. 1994. "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis,"

³⁸ Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset. 1998. "The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: Evidence from Developing Countries,"

³⁹ Galal, Ahmed; Leroy Jones, Pankaj Tandon, and Ingo Vogelsang. 1994. *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*.

⁴⁰ Ramamurti, Ravi. 1997. "Testing the Limits of Privatization: Argentine Railroads"

⁴¹ D'Souza, Juliet and William L. Megginson. 1999. "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990s,"

⁴² La Porta, Rafael and Florencio López-de-Silanes. 1999. "Benefits of Privatization—Evidence From Mexico,"

⁴³ Laurin, Claude and Yves Bozec. 2000. "Privatization and Productivity Improvement: The Case of Canadian National (CN)"

⁴⁴ Boardman, Anthony E.; Claude Laurin and Aidan Vining. 2000. "Privatization in Canada: Operating, Financial and Stock Price Performance with International Comparisons"

⁴⁵ Ramamurti, Ravi. 1997. "Testing the Limits of Privatization: Argentine Railroads"

calo dell'occupazione pari addirittura al 78,7% (dai 92.000 lavoratori iniziali si passa ad averne solo più 18.682).⁴⁶ Quindi secondo gli studiosi non è chiaro se la privatizzazione porti sempre a licenziamenti, l'unica cosa chiara è che ciò dipende anche dalle vendite: ovvero se queste aumentano, dopo la privatizzazione, di più di quanto cresce la produttività.⁴⁷

Un ulteriore studio che offre riflessioni interessanti in questo ambito è l'analisi, svolta dall'European Industrial Relations Observatory (EIRO)⁴⁸, su come la privatizzazione abbia influenzato le relazioni industriali nel settore delle telecomunicazioni all'interno dell'Unione Europea. L'interesse dell'EIRO per questo settore è dovuto al fatto che nei paesi dell'OCSE, tra i vari settori, quello delle telecomunicazioni ha subito i cambiamenti più radicali in termini di liberalizzazione del mercato e innovazione tecnologica, con processi di privatizzazione totale o parziale nella maggior parte dei paesi. Il rapporto evidenzia che “L'effetto netto della privatizzazione sull'occupazione varia tra i paesi e si possono riscontrare sia aumenti che diminuzioni del numero complessivo di occupati nel settore, a seconda della struttura post-liberalizzazione dell'industria e delle componenti del settore prese in considerazione.”⁴⁹

Riassumendo gli studi e i dati disponibili si giunge alla conclusione che l'impatto della privatizzazione sull'occupazione varia tra paesi e settori. Nei settori che presentano capacità in eccesso e quelli in cui la concorrenza è stata intensificata dalla tecnologia è più probabile una diminuzione dell'occupazione se non vi è un corrispondente aumento della domanda. Invece, nei settori come quello delle telecomunicazioni, la diminuzione tende ad essere più contenuta poiché la liberalizzazione del mercato e la crescente domanda di nuovi servizi creano opportunità lavorativa. Tuttavia, a prescindere dal contesto macroeconomico generale e dalle dinamiche di mercato del settore, sia la ristrutturazione che la privatizzazione sono quasi sempre accompagnate da una riduzione dell'occupazione, almeno nel breve periodo. Inoltre, nonostante i governi spesso cercano di affrontare anticipatamente durante la riorganizzazione che

⁴⁶ Un altro calo molto importante dell'occupazione (pari al 50%) si evidenzia anche nello studio di La Porta e Lopez-de-Silanes (1999).

⁴⁷ Netter, Jeffrey M. and Megginson, William L., *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, 2001

⁴⁸ European Industrial Relations Observatory (EIRO)(1999), “Privatisation and Industrial Relations”

⁴⁹ European Industrial Relations Observatory (EIRO)(1999), “Privatisation and Industrial Relations”

precede la vendita quello che sarà l'impatto sui lavoratori, in molti casi le riduzioni occupazionali sono proseguite anche dopo la privatizzazione.

1.4.3 Effetti sull'indebitamento

Altri principali motivi per cui si sono attuate politiche di privatizzazione nei paesi dell'OCSE sono i seguenti:

- ridurre deficit e debito;
- generare entrate fiscali dalle società privatizzate;
- ricavare importanti guadagni.

Tuttavia, anche in questo caso si evidenzia un minore studio dell'impatto della privatizzazione sulle variabili fiscali e macroeconomiche rispetto a quello sulle performance aziendali.

Barnett (2000)⁵⁰ afferma che i ricavi ottenuti tramite privatizzazioni vengono solitamente trasferiti nel bilancio dello Stato e messi da parte, e che vi è una correlazione positiva tra questi proventi e il miglioramento dell'economia complessiva. Ma avverte che questi risultati devono essere interpretati con cautela, poiché non vi sono prove sufficienti per evidenziare un rapporto di causa-effetto.

Nel paper di Bernardini et al. (2019)⁵¹ tramite l'analisi di episodi di riduzione del debito pubblico nelle economie avanzate dalla Seconda Guerra Mondiale in poi si indaga su quale sia stato il ruolo che hanno avuto le privatizzazioni nel sostenere il calo del rapporto debito/PIL. Nel documento vengono indicati i proventi ricavati dalle dismissioni in 11 paesi dell'OCSE considerando il periodo di 11 anni compreso tra il 1990 e il 2000: la media di tutti i paesi (ad esclusione di Nuova Zelanda, Finlandia e Irlanda che avevano un settore pubblico molto grande all'inizio del periodo analizzato) è del 0,3% annuo; pertanto, le privatizzazioni hanno portato un contributo alla riduzione del rapporto debito/PIL pari circa al 3% nell'intero periodo degli 11 anni.

⁵⁰ Barnett S. (2000) "Evidence on the Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatisation", IMF Working Paper No. 130, July 2000.

⁵¹ Bernardini, S., Cottarelli, C., Galli, G., & Valdes, C. (2019). Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years.

Inoltre, nel paper si giunge a questa conclusione “Queste considerazioni giustificano la conclusione che i proventi dalle privatizzazioni possano dare un contributo alla riduzione del rapporto debito/PIL, specialmente nei paesi che partono da un ruolo rilevante dello stato nell'economia, ma sono al massimo un contributo.”⁵² Quindi si afferma che le privatizzazioni non possono essere la forza portante della riduzione dell’indebitamento dato che, negli anni analizzati, il contributo annuale alla riduzione del debito dato dai proventi delle privatizzazioni risulta molto più piccolo rispetto al contributo dato dai surplus primari.

Il paper di Katsoulakos & Likoyanni (2002)⁵³, estendendo un precedente studio empirico⁵⁴, contiene un'analisi econometrica che utilizza dati di 23 paesi OECD per il periodo 1990-2000 valutando l'impatto della privatizzazione sul deficit pubblico, sul debito pubblico e su altre variabili macroeconomiche. Secondo i loro risultati, i proventi dalle privatizzazioni non risultano significativamente correlati con il deficit di bilancio, né per l'intero campione OECD, né per i quattro paesi del sud, a differenza di quanto evidenziato dallo studio da cui si basano⁵⁵, secondo cui, per i quattro paesi, i proventi dalle privatizzazioni mostrano una relazione negativa statisticamente significativa con i deficit di bilancio. Invece, per quanto riguarda l’impatto dei proventi dalle dismissioni sul debito pubblico il paper indica che vi è una relazione negativa statisticamente significativa per l'intero campione OECD, mentre ciò non sembra essere il caso per i tre paesi (Belgio, Grecia e Italia) con percentuali debito su PIL più elevati.

1.4.4 Effetti sullo sviluppo del mercato dei capitali

La letteratura economica evidenzia chiaramente che la privatizzazione ha avuto un impatto significativo nello sviluppo dei mercati dei capitali. Infatti, ad esempio, nel

⁵² Bernardini, S., Cottarelli, C., Galli, G., & Valdes, C. (2019). Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years.

⁵³Katsoulakos, Y., & Likoyanni, E. (2002). Fiscal and other macroeconomic effects of privatization. Nota di Lavoro, No. 113.2002, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM)

⁵⁴ Jeronimo, V., J. A. Pagan, and G. Soydemir (2000): “Privatization and European Economic and Monetary Union”, *Eastern Economic Journal*, 26, no 3.

⁵⁵ Jeronimo, V., J. A. Pagan, and G. Soydemir (2000): “Privatization and European Economic and Monetary Union”, *Eastern Economic Journal*, 26, no 3.

paper di Boutchkova e Megginson (2000)⁵⁶ si è evidenziato un celere aumento sia della capitalizzazione di mercato rapportata al PIL che del volume di scambi nei paesi in cui sono avvenute ampie offerte pubbliche di società privatizzate. Inoltre, hanno evidenziato che (considerando i paesi non statunitensi) le società privatizzate sono tra le più grandi per capitalizzazione di mercato e che 30 delle 35 maggiori emissioni di azioni ordinarie (fino al 2000) sono state relative a privatizzazioni. In paesi come Portogallo, Spagna, Giappone, Regno Unito, Germania, Francia, Italia e Grecia le società privatizzate e parzialmente privatizzate risultano tra le aziende con la maggiore valutazione, rappresentando una quota importante della capitalizzazione totale di mercato. Sheshinski e Calva (1999)⁵⁷ osservano che, qualsiasi sia il livello di reddito di un paese, la sua capitalizzazione di mercato in rapporto al PIL cresce grazie alle privatizzazioni.

Per dare una chiara idea di quanto imponente è stata la crescita della capitalizzazione basta considerare il periodo che va dal 1983 al 1999: la capitalizzazione complessiva mondiale è incrementata di più di 10 volte. In questo periodo si riscontra una rapida crescita della capitalizzazione dei mercati di ciascun paese, tra cui anche il Giappone, nonostante avesse subito un calo del 70% della capitalizzazione dal 1986 al 1989. Alla fine del 1999, il mercato giapponese era otto volte più grande in termini di dollari rispetto al 1983. La capitalizzazione totale del mercato USA è incrementata di quasi 9 volte, mentre al fuori è stata ancora maggiore; infatti, nel 1999 la capitalizzazione dei mercati azionari non USA era più di 12 volte superiore rispetto al 1983, per non parlare dell'impatto impressionante nei paesi in via sviluppo in cui l'aumento negli stessi 16 anni è stato di 26 volte (nonostante vi fosse stata una diminuzione significativa del 12% dal 1997 al 1999).⁵⁸

Anche se l'aumento della capitalizzazione di mercato è stato notevole, una crescita persino maggiore è stata evidenziata dai volumi di scambio. Considerando ancora il periodo che intercorre tra 1983 e il 1999 si è registrato un aumento di più di 31 volte del valore totale delle azioni scambiate in tutto il mondo. Similmente alla situazione riportata nel paragrafo precedente, nei mercati non statunitensi si sono verificati gli

⁵⁶ Boutchkova M. K., and Megginson W.L., (2000) "Privatisation and The Rise of Global Capital Markets"

⁵⁷ Sheshinski E. and Lopez-Calva L.F. (1999) "*Privatisation And Its Benefits: Theory And Evidence*"

⁵⁸ Netter, Jeffrey M. and Megginson, William L., *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, 2001

aumenti maggiori. Il valore delle azioni scambiate nei mercati dei paesi in via di sviluppo è aumentato da 25 miliardi di dollari nel 1983 a oltre 2,3 trilioni di dollari nel 1999.⁵⁹

1.4.5 Altri effetti

Oltre agli aspetti già menzionati, gli effetti distributivi della privatizzazione sono un elemento rilevante. In questo ambito si segnala l'articolo di Birdsall e Nellis (2002)⁶⁰, in cui gli studiosi esaminano la letteratura (disomogenea) su quel tema. Gli effetti distributivi della privatizzazione possono derivare sia dai cambiamenti nella distribuzione degli asset e dei relativi rendimenti, sia dalle variazioni nei prezzi e nell'accesso a beni e servizi che venivano precedentemente forniti dallo Stato. Lo studio afferma che “gli impatti distributivi della privatizzazione non sono facilmente prevedibili”⁶¹ ma che gli effetti sull'equità dipendono almeno da tre fattori: le condizioni iniziali di ciascun caso, l'evento della vendita e il contesto politico ed economico che segue la privatizzazione”. Gli autori osservano, inoltre, che “la privatizzazione sembra aver peggiorato la distribuzione delle ricchezze e dei redditi, almeno nel breve periodo”⁶²; questo è fenomeno che si è rivelato molto più evidente nelle economie in transizione rispetto all'America Latina. Tuttavia, appare, comunque, meno marcato nei settori dei servizi pubblici come l'elettricità e le telecomunicazioni, dove la privatizzazione potrebbe aver esteso l'accesso ai servizi da parte dei ceti più povere, rispetto a settori come le banche e le società di risorse naturali.

⁵⁹ Netter, Jeffrey M. and Megginson, William L., *From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization*, 2001

⁶⁰ Birdsall N., and Nellis J. (2002), “Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatization”

⁶¹ Birdsall N., and Nellis J. (2002), “Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatization”

⁶² Birdsall N., and Nellis J. (2002), “Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatization”

CAPITOLO 2 – LE PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA: UNA RICOSTRUZIONE LEGISLATIVA

2.1 Le privatizzazioni: una ricostruzione dal 1992 ai tempi attuali

Una tesi comune vuole che le riforme in Italia si attuino solo nei momenti di maggiore crisi; questo è il caso delle privatizzazioni. A partire dal 1992 si assiste ad un'ondata di dismissioni a seguito di una contestuale crisi di natura economica e finanziaria che ha ripercussioni sui conti pubblici dello Stato italiano. Non solo crisi economica, ma si affianca una crisi dal punto di vista politico con il dilagarsi del “caso Tangentopoli”. Questo iter di privatizzazione è senza alcun tipo di precedenti nella sua storia, anche se confronta a livello internazionali, e rappresentano un fenomeno molto rilevante: infatti, se si considera il controvalore delle dismissioni realizzate nel ventennio che va dal 1979 al 1999, l'Italia (122 miliardi di dollari) si aggiudica la seconda posizione dopo il caso britannico (165 miliardi di dollari), subito prima della Francia (71 miliardi di dollari), della Germania (63 miliardi di dollari) e della Spagna (62 miliardi di dollari). Al contrario, se si prende in considerazione solo il periodo che va dal 1992 ai primi anni del 2000 e si guarda l'importo complessivo delle privatizzazioni, l'Italia si aggiudica il primo gradino del podio⁶³.

Inoltre, al presentarsi di momenti di criticità per la finanza pubblica sembrano aumentare le privatizzazioni. In un tale contesto l'UE definisce rigidi vincoli e revisiona la normativa applicabile alle imprese pubbliche: la revisione del Trattato di Roma prevedeva una limitazione dell'intervento statale nell'economia. Lo Stato non poteva più iniettare risorse per coprire le perdite risultanti dai bilanci delle aziende pubbliche. Ciò rappresentava uno svantaggio per le imprese operanti nel comparto privato. Se si considera l'azione di governo del biennio 1997-1999, essa punta a risanare la finanza pubblica in modo tale da permettere al Belpaese di aderire alla moenta unica europea. L'ondata di privatizzazioni è continuata e ripresa nel 2000, con l'allora governo guidato da Silvio Berlusconi, il quale ha previsto ulteriori dismissioni di partecipazioni pubbliche. Ciò ha consentito allo Stivale italiano di rispettare il patto di stabilità a livello comunitario.⁶⁴

⁶³ IRI, “*Le privatizzazioni in Italia 1992-2000*”, Edindustria, Roma novembre 2001

⁶⁴ Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci Editore, Roma 2007

2.2 I provvedimenti

Gli attori del processo di privatizzazione tricolore sono stati molteplici: dalle fondazioni bancarie, agli enti pubblici locali, gli enti di gestione vecchia e nuova, si sono affiancati ai governi centrali quali soggetti “privatizzatori”. Il processo di privatizzazione italiana è stato caratterizzato dalla crisi del sistema partitico politico e dalla crisi della valuta. Tuttavia, successivamente l’azione dei governi che si sono succeduti si è focalizzata sull’arginare il disavanzo di bilancio pubblico. Appare chiaro come in un contesto così complesso, la classe politica non potesse essere in grado di concepire un piano organico. Gli enti locali e gli ETS si sono uniti all’esecutivo per portare avanti l’iter di privatizzazione, che ha caratterizzato gli Anni Novanta del secolo scorso. Non solo, si è assistito ad un venire meno dell’intervento pubblico nel comparto bancario grazie al recepimento della Legge Amato⁶⁵ del 1990: Gli enti locali, anche con l’obiettivo di reperire fondi sul mercato a seguito del taglio dei trasferimenti da parte del governo centrale, hanno creato delle piccole holding per valorizzare le partecipazioni nelle ex aziende municipali, attraverso la privatizzazione formale (ossia il passaggio da società pubblica a società per azioni privata) e successivamente hanno ulteriormente collocato delle quote sui mercati azionari, trasformandosi in società per azioni quotate. Nella tabella seguente si riassumono i principali atti normativi che hanno influito sul processo di privatizzazione, ricostruendo il dibattito politico e le operazioni più rilevanti, dal 1990 al 2005.

D.L. 356 – novembre 1990	Consente la trasformazione delle banche pubbliche in SpA e la cessione a privati di quote di minoranza delle stesse.
L. 35 – gennaio 1992	Consente la trasformazione in SpA degli enti di gestione e delle aziende autonome e la cessione di

⁶⁵ ASSONEEBB, *La trasformazione delle banche pubbliche*, Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa, in: ISRF Lab, CGIL FISAC, *Breve storia delle trasformazioni bancarie*, Roma, 18 marzo 2013. <https://www.fisac-cgil.it/wp-content/uploads/2013/04/storiatrasformazionibancarie.pdf>

	partecipazioni a privati premia approvazione dal Parlamento.
D.L. 333 – luglio 1992	Trasformazione in SpA degli enti di gestione, creazione delle superholding (progetto Guarino).
D.L. 340 – luglio 1992	Messa in liquidazione dell'EFIM.
L. 359 – agosto 1992	Trasformazione in SpA dei principali enti di gestione, il diritto di proprietà passa al Ministro del Tesoro.
Delibera Consiglio dei ministri del 30 dicembre 1992	Il programma di riordino presentato dal ministro del Tesoro è approvato, si delibera la privatizzazione del Nuovo Pignone e del Credito Italiano assieme a quella dell'INA e della SME.
Delibera CIPE del 30 dicembre 1992	Si definiscono le procedure per le privatizzazioni.
D.L. 174 – giugno 1993	Soppressione del ministero delle Partecipazioni statali.
Direttiva del presidente del Consiglio dei ministri del 30 giugno 1993	Entro trenta giorni deve essere avviata la privatizzazione di ENEL, INA, Comit, Credit, IMI, STET, AGIP; costituzione del comitato di consulenza sulle privatizzazioni.
L. 342 – ottobre 1993	È istituito il fondo di ammortamento dei titoli di Stato. Al fondo possono essere conferiti i proventi delle dismissioni.
L. 442 – novembre 1993	Norme per la privatizzazione di società nei casi di fusione o scissione.
D.L. 389 – settembre 1993; D.L. 486 – novembre 1993; D.L. 75 – gennaio 1994; D.L. 216 – marzo 1994	Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione. Si profila una preferenza per l'OPV (Offerta

	pubblica di vendita) come tecnica di vendita, necessità di introdurre poteri speciali, limiti al possesso azionario, rafforzamento della tutela degli azionisti.
L. 474 – luglio 1994	Legge sulle privatizzazioni.
Direttiva del Ministro del Tesoro – novembre 1994	Le fondazioni bancarie sono chiamate, entro 5 anni, a diversificare le proprie attività e a cedere il controllo delle banche conferitarie.
L.481 – novembre 1995	Definizione dei principi generali per l'istituzione di autorità indipendenti di regolamentazione. Si istituisce, inoltre, l'Autorità per l'energia elettrica e il gas e l'Autorità per le telecomunicazioni.
D.L. 58 – febbraio 1998	Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.
L. 488 – dicembre 1999	Vengono posti dei limiti all'esercizio della Golden share: motivi rilevanti ed imprescindibili e secondo criteri obiettivi.
L. 350 – dicembre 2003	L'esercizio della golden share viene ulteriormente definito e limitato.
L. 266 – dicembre 2005	Possibilità di emissione delle azioni riservate ad alcuni azionisti in società in cui lo Stato è azionista.

Tabella 1 – *I principali provvedimenti sulle privatizzazioni*. Fonte: rielaborazione da: Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci editore, Roma, 2007.

2.2.1 Prima del 1992

Nell'analisi di questo capitolo è stato individuato il 1992 come anno del cambiamento. Prima di allora la storia economica ci insegna che si sono state numerose operazioni di salvataggio da parte dello Stato invece per quanto riguardano le privatizzazioni, secondo la Corte dei Conti⁶⁶, le uniche operazioni degne di nota sono solo 4, realizzate nel 1985 attraverso offerte pubbliche di vendita, le cui società interessate sono le seguenti: Sirti e STET (entrambe nel settore delle comunicazioni), Alitalia, Banca Commerciale Italiana. Dal 1992 in poi, il potere politico ha promosso una politica di privatizzazione. A livello normativo, prima di quel momento, si devono segnalare la legge 30 luglio del 1990 n.218⁶⁷ e il decreto legislativo 20 novembre 1990 n.356⁶⁸, rispettivamente definiti delega e attuazione della cosiddetta legge Amato, attraverso la quale le banche furono trasformate in SPA, consento la cessione dei pacchetti di minoranza ai soggetti privati. I policy makers iniziano a dedicarsi alle privatizzazioni, quando ancora i tempi di “mani pulite” e la crisi della lira erano lontane. Infatti, il governo Andreotti nel documento programmatico, individua in sei miliardi di lire le risorse da reperire. Carli, allora Ministro del Tesoro, prevede la nomina di una commissione per riassetto il patrimonio immobiliare di proprietà dello Stato. La commissione parlamentare punta al risanamento dei conti pubblici, stimolando ed incentivando il mercato borsistico, in particolare quello azionario. Inoltre, la politica punta a migliorare l'efficienza delle aziende pubbliche e ad attrarre gli investimenti dall'estero.⁶⁹

Nel breve termine non era previsto il trasferimento ai privati del controllo delle imprese pubbliche. Le società da trasformare in società per azioni erano ENEL⁷⁰,

⁶⁶ Corte dei Conti (2010), *"Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche"*. Roma, 10 febbraio 2010.

⁶⁷ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 30 luglio 1990, n. 218 Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 6 agosto 1990. https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1990-08-06&atto.codiceRedazionale=090G0255

⁶⁸ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *DECRETO LEGISLATIVO 20 novembre 1990, n. 356 Disposizioni per la ristrutturazione e per la disciplina del gruppo creditizio*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 18 dicembre 1990. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1990/12/03/090G0390/sg>

⁶⁹ Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci editore, Roma, 2007.

⁷⁰ Ente Nazionale dell'Energia Elettrica.

ENI⁷¹, IMI⁷², INA⁷³, CREDIOP⁷⁴. Le prime due si trasformarono in aziende private con partecipazione dello Stato. Nel rapporto si proponeva comunque di introdurre un limite del 2-3% al possesso azionario: lo Stato auspicava che l'ingresso dei soggetti privati avrebbe contribuito a stimolare la concorrenza tra imprese.

Il report della commissione fa riferimento alla disomogeneità territoriale dei comparti economici, ma non fa riferimento alla privatizzazione che avrebbe condotto al miglioramento dell'efficacia del sistema. Interessante provvedimento che merita assoluta menzione è la Legge n. 35 del 1992: la quale consente la trasformazione in SpA degli enti di gestione e delle aziende autonome e inoltre si occupa anche dell'iter procedurale per dismettere il patrimonio immobiliare di proprietà statale. Il processo di privatizzazione può essere articolato in almeno 5 passaggi tra ministri, governo e Parlamento, ed essendo previsto, nel caso di cessione del controllo da parte dello Stato l'assenso di entrambe le camere. Il Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (CIPE) ha proposto la trasformazione in SPA di ENI, IRI e Ferrovie dello Stato.

2.2.2 *L'esecutivo Amato*

Le privatizzazioni sono state al centro dell'attenzione dell'esecutivo Amato: l'emanazione del decreto-legge dell'11 luglio 1992, n. 333 fu il primo significativo atto di un maestoso progetto che prevedeva la costituzione di due “*super holding*” alle quali sarebbero state conferite le differenti attività dei gruppi esistenti. Il Tesoro deve emettere bond convertibili, in una misura compresa tra il 20 e il 45% del capitale, e collocarle presso intermediari istituzionali italiani ed esteri e presso il pubblico. Gli istituti bancari dovevano espletare un ruolo rilevante nella proprietà delle imprese che si sarebbero quotate sul mercato borsistico nazionale. Senza dover smantellare l'industria di proprietà statale, si garantiva il reperimento di risorse in modo tale da portare avanti gli obiettivi di politica industriale tricolore. C'erano dei rischi derivanti dalla riorganizzazione delle attività di proprietà statale? Ebbene sì, si rischiava la *prosecutio* dell'orrendo “carrozzone fascista” dell'IRI, che si era trasformata in una

⁷¹ Ente Nazionale Idrocarburi.

⁷² Istituto Mobiliare Italiano.

⁷³ Istituto Nazionale delle Assicurazioni.

⁷⁴ Consorzio di credito per le opere pubbliche.

conglomerata con attività differenziate. Anche se il controllo sarebbe stato continuamente nelle mani dello Stato, si supponeva, ingenuamente, che la sola entrata nel capitale dei privati avrebbe comportato effetti del tutto positivi, con conseguenti miglioramenti gestionali e dal punto di vista finanziario. Inoltre, attrarre capitali dei privati in un momento di criticità sollevò non pochi dubbi da parte del mondo politico ed imprenditoriale. Per una serie di differenti motivazioni, ci fu un abbandono del progetto, anche a seguito della crisi che aveva colpito EFIM⁷⁵. Non a caso l'ente fu messo in liquidazione nell'estate 1992 in modo tale da ridurre le liabilities. Questa decisione portò ad un'ondata di malcontenti da parte degli istituti di credito internazionali.

Entro un lasso di tempo pari a 90 giorni, il Tesoro doveva impegnarsi a prevedere un programma volto a riordinare le partecipazioni e prevedendo al contempo la quotazione delle società partecipanti. Gli utili derivanti avrebbero dovuto essere utilizzati per ridurre il deficit del bilancio pubblico⁷⁶. Salvo parere diverso delle commissioni parlamentari, il programma sarebbe divenuto esecutivo successivamente all'approvazione da parte del CdM.

Anche la stampa ed i partiti politici mostrano visioni del tutto differenti in merito al tema delle privatizzazioni. Differenti erano le posizioni assunte: molti erano dell'idea che la soluzione migliore fosse quella di avviare il processo di smantellamento delle imprese pubbliche. Il problema era anche sulle modalità di privatizzare l'impresa statale.

Nell'autunno del 1992 il Tesoro presenta il “*Programma di riordino di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL e INA*” alle commissioni parlamentari assieme al “*Libro verde sulle partecipazioni dello Stato*” messo a punto dalla direzione generale del Tesoro con la collaborazione di IMI e Mediobanca. Viene approvato il programma e si invita l'esecutivo a dismettere le partecipazioni nel comparto finanziario. Il progetto

⁷⁵ EFIM – Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere. L'Ente Partecipazioni e Finanziamento Industrie Manifatturiere (EFIM) era una società finanziaria appartenente al sistema delle partecipazioni statali italiane. Istituito nel 1962 come Ente autonomo di gestione per le partecipazioni del Fondo di finanziamento dell'industria meccanica (FIM), assunse la denominazione di EFIM nel 1967. Per approfondimenti si veda: Archivio Storico Fondazione Fiera Milano, *EFIM. Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere*. <https://archivistorico.fondazionefiera.it/entita/1292-efim-ente-partecipazioni-e-finanziamento-industrie-manifatturiere>

⁷⁶ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Testo del decreto-legge 11 luglio 1992, n. 333

uniforme ed organico in materia di privatizzazione trova approvazione a dicembre 1992.

Le finalità del processo di privatizzazione sono ascrivibili alle seguenti:

- miglioramento dell'efficienza gestionale delle aziende,
- snellimento procedurale e minore burocratizzazione,
- riduzione del deficit dei conti pubblici,
- ricapitalizzazione delle imprese.

Inoltre, si gettano le basi per l'avvio delle public company su modello anglosassone, prevedendo una maggiore stabilità nei governi societari con una presenza minima della mano pubblica. L'intervento pubblico punta a definire una politica di tariffazione per i servizi di pubblica utilità e la creazione decina di holding industriali, che fossero in grado di competere con le large corporations a livello comunitario.

Gli obiettivi delle privatizzazioni sono esplicitati nella delibera del Consiglio dei ministri del 30 dicembre del 1992⁷⁷, in cui si approva il programma di riordino presentato dal ministro del Tesoro. L'obiettivo è quello di risanare e rafforzare il sistema industriale tricolore e definire plans di riconversione e ristrutturazione di determinati comparti considerati strategici per il Belpaese. Non solo, si punta a favorire l'ingresso di players privati, anche stranieri⁷⁸. Il CdM punta a dismettere le quote dell'IRI. La delibera del CIPE puntualizza come dismettere operativamente, indicando tre possibili soluzioni: asta pubblica con la finalità di creare un nucleo stabile di shareholders, offerta pubblica di vendita e trattativa privata. Quest'ultima deve essere l'eccezione, nel caso in cui ricorrano non meglio specificati "interessi pubblici di particolare rilevanza". Invece, tra le prime due strade la direttiva non prende posizione salvo per le imprese erogatrici di servizi di pubblica utilità per le quali si raccomanda la diffusione della proprietà azionaria.

⁷⁷ Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica, *Delibera numero 92 del 30 dicembre 1992*, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 18 febbraio 1993. <https://ricerca-delibere.programmazioneeconomica.gov.it/92-30-dicembre-1992/>

⁷⁸ Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica, *Delibera numero 92 del 30 dicembre 1992*, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 18 febbraio 1993. <https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fricerca-delibere.programmazioneeconomica.gov.it%2Fmedia%2Fdocs%2F1992%2FE920092.doc&wdOrigin=BROWSELINK>

Per evitare il pericolo che i titoli trovino collocazione sul mercato secondario, vengono introdotte scontistiche per chi acquista nel mercato primario e premi per coloro che mantengono nel tempo le azioni, oltre che ordini di priorità a favore di determinate categorie di investitori/risparmiatori. La direttiva prevede l'introduzione della Golden share per le imprese pubbliche con azionariato diffuso in una prospettiva esclusivamente statutaria. Inoltre, si designa una o più figure amministrative da parte della mano statale ed il potere di veto su determinati topics. Il provvedimento interviene anche ponendo una soglia massima alla detenzione del pacchetto azionario e si consente agli azionisti di minoranza di prevedere la nomina dei membri degli organi gestionali e di controllo.

Alcuni aspetti rilevanti della direttiva sono:

- la preoccupazione per la stabilità degli assetti proprietari. Infatti, per scongiurare il pericolo dell'instabilità azionaria la strada maestra è quella di individuare dei nuclei stabili o nell'azionariato popolare, incentivando i risparmiatori a detenere le azioni;
- utilizzo di strumenti che prevengano la perdita del controllo da parte dello Stato;
- la tutela degli azionisti di minoranza tramite il voto di lista per la nomina degli amministratori.⁷⁹

2.2.3 *Il governo Ciampi*

Nei primi mesi del 1993 il processo di privatizzazione stenta a decollare, anche a causa delle lacune e criticità lasciate in eredità dal precedente governo, che cade in aprile. L'esecutivo guidato da Ciampi accelera sulle privatizzazioni e il nuovo presidente dell'Iri è Prodi. La direttiva del presidente del Consiglio dei ministri del 30 giugno 1993⁸⁰ stabilisce che entro 30 giorni deve essere avviata la privatizzazione di ENEL,

⁸⁰ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *DIRETTIVA DEL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI 30 giugno 1993 Accelerazione delle procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle S.p.a. derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 5 luglio 1993.
https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1993-07-05&atto.codiceRedazionale=093A3784&elenco30giorni=false

INA, COMIT⁸¹, CREDIT⁸², IMI, STET⁸³ e AGIP⁸⁴. Come il governo Amato, anche il governo Ciampi punta a mantenere una condotta realistica, tenendo conto anche dell'allora contesto e scenario: nell'autunno del 1993 il dibattito attorno al "come privatizzare" si infiamma e si polarizza su una posizione che punta alla costituzione di "noccioli duri"⁸⁵ e un'altra che invece punta a costruire delle public company.

I sostenitori della public company sostenevano che il caso italiano era peculiare e differente dalla "ricetta" che aveva ben funzionato in Francia: nel Belpaese si contava un numero ristretto di holding industriali privati. La forma di privatizzazione perseguita sarebbe stata uno strumento per cambiare la struttura produttiva del paese tramite un maggior dinamismo nel mercato dei capitali. Si spingeva a dire che in questo modo sarebbero stati introdotti elementi di "democrazia societaria". Questa posizione non era del tutto apprezzata da coloro che la ritenevano del tutto inadatta e fuori luogo per il Belpaese. I piccoli risparmiatori erano interessanti a percepire utile.

Nel frattempo, la situazione dell'IRI resta preoccupante, poiché nell'estate del 1993 l'accordo Van Miert-Andreotti impone allo Stato italiano di ridurre entro il 1996 l'indebitamento delle aziende pubbliche e poi ridurre la sua presenza in modo sostanziale. Con la legge del 27 ottobre 1993 n. 432⁸⁶ viene istituito il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato; in questo fondo confluiscono i proventi da dismissioni incassati dal tesoro che sono poi così vincolati per legge alla riduzione del debito. La finalità perseguita è prevedere la riduzione del debito pubblico che va a gravare sui conti statali. Tale soluzione non trovò applicazione alla politica dei dividendi.

Il dibattito sulla modalità di privatizzazione si focalizza su una sequenza di decreti-legge il cui trend di fondo è caratterizzato dalla preferenza per la public company come modello per la struttura proprietaria e per l'offerta pubblica di vendita come tecnica di vendita privilegiata con la trattativa diretta come alternativa. Si discute attorno all'introduzione di poteri speciali a favore dell'intervento pubblico in imprese operanti

⁸¹ Banca Commerciale Italiana o BCI.

⁸² Credito Italiano.

⁸³ Società Finanziaria Telefonica S.p.A.

⁸⁴ Azienda Generale Italiana Petroli.

⁸⁵ Questa è un'espressione che rimanda all'esperienza dei cugini d'oltralpe.

⁸⁶ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 27 ottobre 1993, n. 432 Istituzione del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 2 novembre 1993. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1993/11/02/093G0503/sg>

nel terziario e attorno a misura a tutela degli azionisti, contendibilità del controllo e l'introduzione della delega in assemblea.

Successivamente vengono emanati i seguenti provvedimenti: decreto-legge 31 maggio 1994 n. 332⁸⁷ convertito in legge 30 luglio 1994 n. 474⁸⁸, il quale conferma le precedenti regole, che trovano applicazione anche alle imprese di proprietà pubblica. La normativa prevede la possibilità di ricorrere all'offerta pubblica di vendita o alla trattativa privata. Inoltre, tali tecniche di dismissione possono essere combinate. Gli utili derivanti dalla dismissione devono essere utilizzati per risanare la situazione finanziaria delle imprese.

Viene introdotta una clausola che permette il conferimento di speciali poteri in mano al MEF, prima che lo Stato perda il controllo sui comparti dei trasporti, TELCO e difesa:

- Potere di veto su operazioni straordinarie,
- Gradimento nei confronti dei patti di sindacato al 5 per cento,
- Nomina di un membro dell'organo amministrativo e di controllo.

I poteri speciali devono essere esercitati “*tenendo conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale*”. Coloro che non sono d'accordo possono recedere. Viene introdotta una soglia massima al possesso del pacchetto azionario a 5 punti percentuali per gli istituti di credito e compagnie assicurative. La decadenza della soglia avviene se viene superata tramite offerta pubblica che consenta l'acquisizione della maggioranza del capitale. Le delibere assembleari straordinarie sono valide con un quorum pari a 1/5 del capitale.⁸⁹

I poteri speciali statali, le soglie fissate al possesso azionario e le norme a tutela degli shareholders non possono essere modificati per un periodo di tre anni. La legge, inoltre, procede con l'abrogazione di alcuni titoli del decreto legislativo 356 del 1990 circa il possesso del controllo della mano statale del comparto bancario. In ultimo punto, la dismissione delle partecipazioni azionarie è condizionata alla creazione di

⁸⁷ Testo del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332 (in Gazzetta Ufficiale - serie generale - n. 126 del 1 giugno 1994 ed avviso di rettifica in Gazzetta Ufficiale - serie generale - n. 130 del 6 giugno 1994)

⁸⁸ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 30 luglio 1994, n. 474

⁸⁹ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 30 luglio 1994, n. 474 Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332

organismi indipendenti per la regolazione delle tariffe per monitorare il livello qualitativo dei servizi erogati.

La facoltà di esercizio della Golden share è correlata all'interno statale, anche nel caso in cui questo dovesse cessare di essere azionista della società. Nel provvedimento legislativo non viene fatta alcuna menzione in merito all'accesso delle liberalizzazioni in altri comparti. La soglia prevista al pacchetto azionario si configura come una misura anti scalata, e quindi non di certo favorevole della public company (che invece vede nella scalata ostile un meccanismo di disciplina).⁹⁰

2.2.4 *I governi*

Grazie all'esecutivo Prodi il piano di cessioni riprende avvio dopo un periodo di instabilità. Le finalità di questa ripresa sono da rinvenire nella volontà del Governo di aderire all'UE e di adottare la moneta unica. Si sente la necessità di avviare il processo di liberalizzazioni nei comparti chiave, come quello delle telecomunicazioni e quello energetico. Esempi di quell'instabilità degli assetti proprietari delle società privatizzate è il caso Telecom: l'azienda, infatti, è stata privatizzata tramite un "nocciolino" di azionisti particolarmente esigui, che si è rivelato dotato di una scarsa capacità gestionale.

Ad oggi, l'assetto proprietario è stato implementato con successo solo da alcuni intermediari creditizi, con la presenza di istituti creditizi stranieri. Il Belpaese ha infranto le regole previste dall'UE per quanto riguarda la Golden Share, per questo hanno trovato adozione tre interventi normativi che meritano menzione:

- la legge 23 dicembre 1999 n. 488⁹¹ prevede discrezionalità all'esercizio della Golden share,

⁹⁰ Confindustria, *Audizione di Confindustria alla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati*, in *Indagine conoscitiva sul processo di privatizzazione in Italia*, in Camera dei Deputati, 2005.

⁹¹ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 23 dicembre 1999, n. 488 Ripubblicazione del testo della legge 23 dicembre 1999, n. 488, recante: Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2000)*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 29 gennaio 2000. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2000/01/29/00A00641/sg>

- la legge 24 dicembre 2003 n. 350⁹² interviene riservando allo Stato la nomina di un membro amministrativo sprovvisto di diritto di voto e viene trasformato il potere di gradimento in opposizione,
- la legge finanziaria 2006⁹³ permette alle società in cui la mano pubblica detiene una partecipazione rilevante di emettere titoli azionari riservati ad alcuni shareholders.

Con la Manovra finanziaria 2002⁹⁴ si voleva assoggettare le fondazioni agli enti locali. L'anno successivo la Corte costituzionale ha dichiarato illegittimi questi provvedimenti, venendo a confermare la natura del tutto privata degli Enti del Terzo Settore (ETS).

2.3 Che cosa, quando e come privatizzare

Un progetto di privatizzazione di ampia portata come quello messo a punto dal ministero del Tesoro nei primi anni Novanta doveva individuare, in primo luogo, le società da dismettere e stabilire delle proprietà tra le stesse in termini di calendario. Nel piano di riordino, si proponeva di partire da aziende che potessero risultare gradite al mercato, che fossero in sostanza caratterizzate da una buona redditività, da una struttura finanziaria solida e che non avessero necessità di ristrutturazione con elevati costi sociali.

Si suggeriva quindi di cominciare a vendere le banche e le public utilities⁹⁵ e di rimandare la privatizzazione di quelle società che necessitavano di uno scorporo delle attività svolte per la funzione pubblica. Lo Stato avrebbe dovuto mantenere un ruolo rilevante nei settori della difesa, dell'energia, delle infrastrutture e delle

⁹² Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 24 dicembre 2003, n. 350 Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004)*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 27 dicembre 2003. https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2003-12-27&atto.codiceRedazionale=003G0383&elenco30giorni=false

⁹³ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 23 dicembre 2005, n. 266 Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2006)*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 29 dicembre 2005. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2005/12/29/005G0293/sg>

⁹⁴ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 27 dicembre 2002, n. 289 Ripubblicazione del testo della legge 27 dicembre 2002, n. 289, recante: "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2003)", corredato delle relative note. (Legge pubblicata in supplemento ordinario alla Gazzetta Ufficiale - serie generale - n. 305 del 31 dicembre 2002)*, Gazzetta Ufficiale, Roma, 15 febbraio 2003. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2003/02/15/03A00975/sg>

⁹⁵ Le società che forniscono servizi pubblici, generalmente erogazione di acqua, energia elettrica e gas.

telecomunicazioni. Il dibattito sulle privatizzazioni toccava solo marginalmente i motivi per cui lo Stato doveva rimanere proprietario o continuare ad esercitare il controllo: imperava l'associazione tra rilevanza dell'impresa per l'economia nazionale e presenza dello Stato nell'azionariato.

È molto complesso individuare i motivi per cui alcune società sono ancora in mano pubblica e altre invece sono passate ai privati, così come individuare, ad oggi, i motivi che hanno ispirato il calendario delle privatizzazioni. Molte delle aziende che erano sotto il controllo dello Stato negli anni Novanta oggi non esistono più a seguito di ristrutturazione, acquisizioni e fusioni.

2.3.1 Le tecniche di vendita

La creazione di un piano di privatizzazioni prevede l'adozione di strategie di vendita efficaci. Il primo passo consiste nella scelta tra due opzioni: il collocamento sul mercato azionario o la trattativa privata. Nel primo caso, tre fattori assumono particolare importanza: la determinazione del prezzo di collocamento, la distribuzione dell'offerta tra le diverse categorie di investitori e la costituzione o meno di un nocciolo duro di azionisti irrilevanti.

La teoria economica fornisce indicazioni utili per scegliere tra queste due modalità di vendita. Le aziende di piccole dimensioni, che richiedono una ristrutturazione significativa, dovrebbero essere cedute tramite trattativa privata a un singolo acquirente. Al contrario, le società in buona salute o di dimensioni maggiori possono attrarre l'interesse del mercato e dunque sono più adatte a un collocamento azionario.

Il processo di privatizzazione ha mostrato la seguente tendenza: parallelamente alla riduzione del controllo pubblico si è registrato un aumento delle offerte pubbliche. Tra le offerte pubbliche vi sono anche numerose tranche successive che hanno consentito di procedere alla cessione di quote delle grandi imprese senza intaccarne il controllo. L'aumento del controvalore delle dismissioni tramite vendita privata è dovuto principalmente alle tranche successive e alle privatizzazioni che hanno coinvolto la Cassa depositi e prestiti come controparte. . In una prima fase si è assistito ad una cessione di società di piccole dimensioni tramite trattativa privata, con una cessione

diretta del controllo, mentre in un secondo momento, tramite la Borsa sono state collocate le società di grandi dimensioni.

2.3.2 Il Ruolo della credibilità e l'esigenza di fare cassa

Nei documenti relativi alle privatizzazioni, e in particolare nel programma di riorganizzazione, viene sottolineata l'importanza di persuadere i mercati finanziari internazionali e i risparmiatori riguardo alla solidità delle intenzioni del governo italiano. Per rendere credibile il piano di privatizzazione, il governo Amato propose esplicitamente di collocare i titoli a sconto. Nel caso di società dismesse tramite quotazione in borsa, l'emissione a sconto dei titoli passa attraverso un prezzo di collocamento relativamente basso per due motivi: attirare l'attenzione degli investitori istituzionali e dei piccoli risparmiatori e rendere manifesto l'impegno del governo a mantenere comportamenti consistenti nel tempo. Rappresenta così una sorta di garanzia per chi investe: se la cessione coinvolge un numero elevato di investitori, la messa in atto di politiche tariffarie svantaggiose o di un'eventuale ri-nazionalizzazione diviene meno praticabile, dal momento che genererebbe sia dal punto di vista politico, che in termini di credibilità, un costo elevato.

La vendita sconto dei titoli può essere valutata facendo riferimento all'under pricing delle IPO⁹⁶ e delle tranche successive di azioni. L'under pricing di una IPO è calcolato come rendimento del titolo il primo giorno di quotazione (ovvero la differenza tra il prezzo di chiusura del primo giorno di quotazione meno il prezzo di collocamento rapportata al prezzo di collocamento). Il prezzo di chiusura del titolo il primo giorno di quotazione è un indicatore della valutazione di mercato del titolo: l'under pricing descrive quindi l'ammontare di denaro cui la società emittente rinuncia nella quotazione e fornisce una misura di quanto il titolo sia stato collocato a sconto.

Un secondo indicatore della volontà di collocare titoli a sconto è dato dal posizionamento del prezzo di collocamento rispetto alla “forchetta” di prezzo minimo o massimo: prima che parta il processo di sottoscrizione, i consulenti della società

⁹⁶ L'underpricing è la pratica di quotare un'offerta pubblica iniziale (IPO) a un prezzo inferiore al suo reale valore di mercato. Se, al termine del primo giorno di negoziazione, il prezzo di un'azione supera quello fissato in fase di IPO, si considera che l'azione sia stata sottovalutata. Tuttavia, questo fenomeno è temporaneo, poiché la domanda degli investitori tende a far salire rapidamente il prezzo fino a raggiungere il suo valore di mercato.

emittente indicano l'intervallo di prezzi all'interno del quale verrà individuato il prezzo di collocamento. Il coordinatore dell'offerta definisce il prezzo finale sulla base della domanda del mercato: se questa è elevata il prezzo sarà prossimo all'estremo superiore dell'intervallo, nel caso di domanda bassa il prezzo sarà vicino a quello inferiore. Un indice sintetico sulla revisione del prezzo può essere calcolato prendendo la differenza tra il prezzo di collocamento e l'estremo inferiore dell'intervallo di collocamento diviso per la differenza tra il valore dell'estremo superiore e quello dell'estremo inferiore. Il rapporto è tendenzialmente compreso tra zero e uno. Il collocamento dei titoli azionari a sconto è compatibile con la volontà di favorire la diffusione dell'azionariato e di guadagnare credibilità ma contrasta con la necessità di “fare cassa”: un elevato under pricing significa che l'emittente ha rinunciato ad una parte dei ricavi che poteva ottenere in quanto la valutazione di mercato è risultata essere elevata. Se la teoria della credibilità avesse un fondamento empirico, l'under pricing delle società privatizzate dovrebbe essere superiore a quello delle IPO di società non privatizzate e dovrebbe essere elevato all'inizio del processo di privatizzazione per poi tendere a diminuire. Infatti, è all'inizio del processo di privatizzazione che si pone il problema di acquisire reputazione di avvicinare i piccoli investitori. La considerazione opposta dovrebbe valere per la revisione del prezzo: le società privatizzate dovrebbero essere caratterizzate da una revisione verso l'alto meno elevata delle IPO di società non privatizzate.

Sicuramente è complesso, oltre che impreciso, affermare che l'obiettivo di massimizzazione degli introiti ha avuto la meglio sull'obiettivo di guadagnare maggiore credibilità, da parte dello Stato, nei confronti degli investitori. Di sicuro, però, il tentativo di attrarre maggiori e nuovi investitori non ha guidato, correttamente, la definizione di un prezzo di collocamento sul mercato. Se è corretta l'ipotesi secondo cui lo Stato utilizza la tecnica dell'underpricing per conquistare la fiducia degli investitori, quindi per guadagnare credibilità sul mercato azionario, dovrebbe essere naturale assistere ad una graduale diminuzione della reputazione stessa, con il passare del tempo e il decrescere delle influenze dell'operazione di underpricing. In realtà, il dibattito politico sul tema delle privatizzazioni si è concentrato esattamente sulla definizione del giusto prezzo di collocamento sul mercato.⁹⁷

⁹⁷ Barucci E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Carocci editore, Roma, 2006.

2.3.3 *Nocciolo duro o Public company*

I metodi di vendita presi in considerazione nei paragrafi precedenti sono stati tre: l'offerta pubblica di vendita, l'asta pubblica con selezione dei candidati e la creazione di un nucleo stabile di azionisti di riferimento, e la trattativa privata. Questi tre metodi possono preludere a tre diversi assetti proprietari:

- public company con azionariato frazionato senza l'esercizio del controllo in forma dominante da parte degli azionisti;
- società quotata con controllo esercitato da una pluralità di azionisti uniti tramite un patto di sindacato più o meno formalizzato, ovvero il cosiddetto nocciolo duro;
- società non quotata posseduta da privati.

Il dibattito ha riguardato in particolare le aziende di grandi dimensioni e quindi le prime due strade. La trattativa privata invece è stata adottata quasi esclusivamente per società non finanziarie di piccole dimensioni. Da un lato, vi erano coloro che sostenevano che le privatizzazioni, attraverso un azionariato diffuso, potessero introdurre elementi di “democrazia societaria”, dall'altro lato si trovavano quelli che preferivano affidare il controllo a investitori stabili legati al vecchio capitalismo italiano. Tale dibattito ha avuto modeste ricadute sul destino degli assetti proprietari delle società privatizzate. Una public company non può essere creata di punto in bianco, ma è il punto di arrivo di un processo molto complesso che vede coinvolti assetti proprietari, meccanismi di governance e regolamentazione. D'altro canto, la prospettiva dei nuclei stabili si è rivelata ben presto essere un'illusione in quanto un assetto proprietario con queste caratteristiche è per sua natura instabile. Ad oggi, se si esclude il mondo degli istituti di credito, dove non sono insoliti casi di forte autonomia del management e di patti di sindacato che ruotano attorno a fondazioni bancarie, nessuna società privatizzata è divenuta una public company e in nessun caso il nucleo stabile è previsto in sede privatizzazione e è perdurato nel tempo.

In definitiva, la strategia volta a costituire dei noccioli duri, sia tramite il collocamento privato che combinando la cessione con una offerta pubblica di vendita, si può dire sostanzialmente fallita: l'assetto proprietario più comune, quale esito delle operazioni, è il controllo privato o pubblico (minoritario), a prescindere dalla metodologia

utilizzata. L'unica eccezione è rappresentata dalle banche, nel capitale delle quali le fondazioni hanno assunto un peso rilevante.⁹⁸

2.4 Privatizzazione e liberalizzazioni

Il dibattito sulla politica industriale negli anni Novanta è stato popolato dall'accoppiata privatizzazione-liberalizzazioni. Con grande fatica, in un paese il cui tema della concorrenza non è mai stato al centro del dibattito politico, la liberalizzazione dei mercati è stata intrapresa come condizione necessaria per privatizzare le società che operavano in condizioni di monopolio o assolvevano ad un ruolo di funzione pubblica. Il rischio era quello di trasferire un monopolio pubblico, che svolgeva anche compiti sociali, nelle mani di un privato con il detrimento per la componente sociale e profitti sostanziosi per i proprietari.

Sull'onda dell'emergenza che ha caratterizzato la prima ondata di privatizzazioni, il problema di dare avvio ad un programma di liberalizzazioni non si pose immediatamente, preferendo partire da società che non presentavano problemi da questo punto di vista. La funzione fu posta inglese con forza a metà degli anni Novanta quando la privatizzazione di alcune società fu condizionata l'istituzione di autorità di regolamentazione. Lo schema seguito è stato quello di affiancare un'autorità di regolamentazione di settore all'autorità antitrust istituita nel 1990, con competenze, anche se non esclusive, in materia di concorrenza.

Uno dei miti più radicati nell'opinione pubblica e nel mondo accademico è che le aziende privatizzate abbiano goduto di rendite residuali quasi monopolistiche. In primo luogo, occorre puntualizzare che per innescare un'iniziativa virtuosa in tema di concorrenza non basta l'istituzione di un'autorità. Il processo richiede tempo e coinvolge profondamente, e sotto molti profili, il modo di operare della classe dirigente di un paese. Nel caso degli ex monopolisti di Stato, l'inerzia del processo è dovuta, sostanzialmente, a tre fattori:

- posizione dominante dell'ex monopolista;

⁹⁸ Barucci E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Carocci editore, Roma, 2006.

- integrazione verticale dell'ex monopolista che al contempo risulta essere operatore possessore della rete;
- difficoltà a separare la funzione svolta all'interno di una logica di mercato impresa privata da quella svolta in qualità di servizio pubblico.

Un discorso diverso deve essere fatto sul sistema bancario sul sistema dei servizi locali. Riguardo al primo punto, negli ultimi anni si è assistito ad un portentoso processo di aggregazione che ha portato ad un recupero di efficienza e di redditività dell'intero sistema, anche se in molti segmenti la concorrenza sembra essere ancora debole. In merito ai servizi locali, con la legge del 28 dicembre 2001 n. 448⁹⁹, la strada della concorrenza tra operatori è stata abbandonata in favore dell'assegnazione dei servizi tramite gara, un tipo di meccanismo che si è rivelato poco adatto a favorire la concorrenza dei servizi locali che ad oggi rappresentano uno dei punti critici sulla strada delle liberalizzazioni.¹⁰⁰

2.5 Una quantificazione: miti e fatti

Il dibattito sulle privatizzazioni rimane ancora oggi al centro dell'attenzione, anche se prevalgono considerazioni politiche e di natura ideologica, oltre che oggettive difficoltà nel tentativo di quantificare circoscrivere il tema. Sono due gli ostacoli principali che si incontrano: in primo luogo è difficile quantificare tratti distintivi e caratterizzanti del processo di privatizzazione e prevedere un determinato campo di applicazione. Si devono distinguere due livelli di privatizzazioni: un primo livello di privatizzazione con cessione del controllo ed un secondo senza. A seconda dei differenti soggetti è piuttosto complicato e difficile trovare utili fonti informative in merito alle operazioni di cessione delle quote ai soggetti privati, non solo italiani, ma anche stranieri.

Nell'economia tricolore l'impresa statale deteneva un ruolo importantissimo dal punto di vista quali-quantitativo e sono numerose le ricerche accademiche svolte su questa tipologia di impresa, anche in un'ottica economico-aziendalistica. Le partecipazioni

⁹⁹ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 28 dicembre 2001, n. 448 Ripubblicazione del testo della legge 28 dicembre 2001, n. 448

¹⁰⁰ Barucci E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Carocci editore, Roma, 2006.

statali costituivano una fetta molto consistente nei comparti dei servizi di pubblica utilità, nella siderurgia, nel comparto bancario e nella petrolchimica. Ben undici comparti non finanziari erano controllati e di proprietà dello Stato italiano: si trattava di comparti tipici della Prima e della Seconda Rivoluzione industriale. Inoltre, quattordici delle prime venti holding italiane operanti nei comparti non finanziari erano di proprietà statale. Il ruolo dello Stato agli inizi degli anni 90 assunse una dimensione molto significativa confrontando le esperienze italiana con quella degli altri paesi.

Nel 1990 il CEEP¹⁰¹ pubblicò una survey sull'impresa pubblica e nel Belpaese molte aziende statali erano in grado di creare indotto e di contribuire alla creazione del valore aggiunto nell'economia tricolore. La mano pubblica italiana era concentrata soprattutto nei settori ad alta intensità di capitale, in linea con quanto avveniva negli altri stati dell'UE, in particolare in Germania ed in Francia.

Il controllo pubblico assumeva differenti forme, ma il caso emblematico più studiato dagli aziendalisti e dagli studiosi di storia economica rimane l'IRI, che si era trasformata in una gigantesca conglomerata con un ventaglio di attività di business molto differenti. Il "carrozzone di origine fascista" contava tre livelli e l'assetto proprietario statale. Questa struttura organizzativa presentava non poche debolezze. Non solo, una porzione di aziende aveva la forma giuridica di società di capitali ed erano soggette alla disciplina del diritto commerciale, tributario e fallimentare. Le relazioni principali-agente erano del tutto moltiplicate e le pressioni politiche erano all'ordine del giorno. La struttura del governo societario era del tutto inefficace e comportava oneri rilevanti, che andavano a pesare sui bilanci pubblici. La sorte di IRI e EFIM fu la stessa in quanto entrambe erano diventate conglomerate immense con troppe attività di business troppo diversificate. L'esperienza di ENEL ed ENI fu differente e di maggiore successo dato che hanno intrapreso un orientamento a vocazione strategica.

Uno dei miti che spesso aleggia attorno alle privatizzazioni è che a livello mondiale l'intero processo sarebbe stato guidato da un'intensa attività lobbistica da parte delle banche d'affari internazionali, le quali avrebbero intravisto nelle privatizzazioni la

¹⁰¹ CEEP [Centre Européen de l'Entreprise Publique - Centro Europeo delle Imprese Pubbliche] è un'organizzazione fondata nel 1965 che rappresenta, a livello europeo, gli interessi delle imprese appartenenti al settore pubblico o comunque a prevalente partecipazione pubblica.

possibilità di una fonte di guadagno notevole. Nel caso italiano si fa spesso riferimento alla crociera che si tenne nel giugno del 1992 a bordo del Britannia: in quell'occasione il direttore generale del Tesoro Mario Draghi incontrò le banche d'affari per illustrare il progetto del governo sulla cessione dell'industria di Stato. Sicuramente le banche di investimento sono state un tassello, un gruppo di pressione di un processo anche di opinione ben più ampio.

Secondo Mediobanca, in un report del 2001¹⁰², nel corso degli anni Novanta gli intermediari che hanno svolto un ruolo nell'organizzazione delle operazioni di privatizzazione sono stati erogati compensi pari a 1.800 milioni di euro, ovvero il 2,9% dei controvalori lordi raccolti. Rispetto allo studio di Mediobanca, i dati forniti dalla relazione sulle privatizzazioni di dicembre 2005 sembrano indicare un minore impatto delle consulenze successivamente al 2000. In conclusione, al rapporto si rileva l'assenza di alcuna evidenza statistica di valori anomali riguardo alle commissioni erogate dallo stato rispetto a quanto osservato per il settore privato. Probabilmente, essendo lo Stato un “buon cliente” nel senso che è portatore di molte operazioni, il costo delle IPO frutto di privatizzazione è stato contenuto.¹⁰³

2.6 Considerazioni recenti

Con la finalità di contenere il debito tricolore, che nel 2023 era pari al 134,6% del Pil, l' Esecutivo guidato dalla Premier Giorgia Meloni ha programmato per i 36 mesi successivi a partire dal 2024 di realizzare la cessione delle quote partecipative in aziende pubbliche nel comparto privato pari all'uno per cento del Pil nazionale. Al momento non è stato presentato alcun piano relativo alle dismissioni da perfezionare, ma il governo attuale è intenzionato ad evitare la cessione del controllo di aziende operanti in comparti strategici sul fronte nazionale. Si teme che il piano di privatizzazione dell'attuale esecutivo possa nuovamente fallire, come è già accaduto in passato con i governi precedenti.

Per poter raggiungere il nuovo obiettivo fissato dall'esecutivo Meloni significa cedere partecipazioni di natura finanziaria in unità organizzative private per circa 20 miliardi

¹⁰² MedioBanca S.p.A., *Relazione semestrale al 31 dicembre 2001*, Mediobanca, Milano, gennaio 2002. https://www.medioBANCA.com/static/upload/200/20011231_semestrale_uff_it.pdf

¹⁰³ Filippa L., Franzosi A., *Capitalizzazione di borsa, settori istituzionali e portafoglio retail. Analisi dell'evoluzione recente*, Borsa Italiana, BITNotes, n.2, 2001.

di euro. Interessanti sono state le diverse dismissioni da parte dello Stato dell'istituto di credito Monte dei Paschi di Siena. Quando MPS fu salvata dallo Stato italiano il pacchetto di controllo era pari a 64 punti percentuali. Per evitare la bancarotta di MPS, lo Stato è sempre intervenuto con continue ricapitalizzazioni proprio per evitare il default dell'istituto di credito. Una prima tranche è stata ceduta alla fine dell'anno 2023 tramite un sistema denominato Accelerated Book Building (ABB) che permette di collocare azioni sul mercato in tempi brevi. La cessione è stata pari al 25% e si è rivelata un successo siccome lo Stato ha finito per vendere più azioni del previsto (+5%). Questa dismissione fu criticata in quanto a tempistiche siccome MPS ha registrato profitti superiori alle attese nei primi 9 mesi del 2023 e pertanto il suo valore in borsa probabilmente sarebbe aumentato ancora nei mesi successivi.¹⁰⁴ Il 2024 per lo stato italiano ha rappresentato un anno importante per quanto riguarda la questione dei vincoli imposti da Bruxelles in seguito al salvataggio di MPS effettuato nel 2017. Infatti, grazie alle 2 operazioni svolte in quell'anno lo Stato ha finalmente ridotto la sua partecipazione sotto al 20%, come imposto dai vincoli europei. Nel dettaglio, nel marzo 2024 c'è stata una cessione pari al 12,5%, passando dal 39,2% a 26,7%, che ha permesso di ricavare 650 milioni di euro mentre a novembre la tranche è stata del 15%, con valore di 1,1 miliardi di euro, che ha ridotto la quota dello stato all'attuale 11,7%. In quest'ultima operazione hanno svolto un ruolo importante attori come Banco BPM e Anima Holding.¹⁰⁵

Nel nostro Paese vi è un numero significativo di imprese private partecipate direttamente o indirettamente dal settore pubblico, oltre 7.800 aziende. Di queste però solo il 45 per cento è sotto il controllo della mano statale: si tratta di aziende partecipate da amministrazioni statali, Regioni e Enti locali. Il processo di privatizzazione attuato dall'Esecutivo si concentrerà esclusivamente sulle imprese partecipate direttamente o indirettamente dal MEF. Se il governo punta a mantenere il controllo delle imprese in determinati settori strategici, il numero di partecipazioni pubbliche oggetto di cessione si riduce notevolmente.

Cosa potrebbe cedere lo Stato? Tra le quotate oggetto di privatizzazione del governo Meloni c'è Eni: lo scorso anno il MEF ha annunciato l'avvio dell'iter per cedere il 2,8% del capitale sociale pari a 92 milioni di titoli del gruppo. L'operazione di cessione

¹⁰⁴ <https://www.money.it/mps-cessione-mef-25>

¹⁰⁵ <https://www.ft.com/content/65fe3cc4-c8e7-4337-aae8-11ee602e5a60>

del capitale di Eni è stata condotta da un pool di intermediari bancari costituito da UBS e Goldman Sachs. La finalità è quella di promuovere il collocamento dei titoli azionari ad investitori istituzionali esteri e a quelli qualificati in Italia¹⁰⁶.

Altra pedina oggetto di privatizzazione da parte dell'Esecutivo guidato dalla Meloni è Poste Italiane: lo scorso anno il dividendo proposto agli azionisti è stato pari a 0,8 euro per share (riferito al documento contabile di sintesi 2023), con un incremento di oltre 20 punti percentuali rispetto al precedente. Il DPCM del 17 settembre 2024 ha ufficializzato formalmente il via all'alienazione di una quota di proprietà di Poste Italiane, garantendo al contempo la detenzione di quota superiore al 50 per cento in mano statale. Il 14% delle quote sarà messo in vendita e potrà essere oggetto di acquisto da parte dei dipendenti e dei risparmiatori di Poste Italiane. L'OPV è saltato e rinviato (forse) al corrente anno 2025. A mostrare interesse sarebbero le Fondazioni bancarie, che potrebbero rappresentare gli investitori istituzionali. Il Ministero dell'Economia e Finanza avrebbe già avviato da tempo interlocuzioni con la dirigenza delle fondazioni bancarie sull'opportunità di provvedere alla sottoscrizione di una porzione della quota che il Ministero stesso vuole porre sul mercato. La finalità è quella di creare un "nocciolo" di shareholders italiani¹⁰⁷.

All'interno di un vasto pacchetto di titoli azionari di dismissioni di beni demaniali, è maturata l'idea del governo di privatizzare i porti italiani: la proposta avanzata ha generato opinioni contrastanti tra *decision makers* del comparto logistico e del settore marittimo. La privatizzazione dei porti rappresenta un passo avanti per migliorare l'efficienza degli scali e per attrarre gli investimenti. Al contempo, la proposta ha sollevato criticità e polemiche per le autorità portuali. La privatizzazione dei porti potrebbe portare ad un maggiore afflusso di capitali per promuovere lo sviluppo del sistema infrastrutturale portuale. Gli investimenti potrebbero portare alla modernizzazione dei porti tricolori. L'ottimizzazione del comparto della logistica e la digitalizzazione delle operazioni portuali creerebbero nuove opportunità per i players del comparto e stimolerebbero la crescita economica italiana. Una gestione più efficiente dei porti potrebbe ridurre le tempistiche di attesa delle navi, migliorare il

¹⁰⁶ <https://quifinanza.it/economia/ministero-conomia-cede-eni/818999/#:~:text=Eni%2C%20il%20ministero%20dell%E2%80%99Economia%20cede%20il%20%2C8%25%20del,Eni%20...%204%20il%20processo%20di%20privatizzazione%20>

¹⁰⁷ <https://www.finanzaonline.com/notizie/opv-poste-italiane-rinvio-a-2025-governo-meloni-a-caccia-di-investitori-italiani-anche-per-mps>

sistema competitivo del paese e incrementare la capacità di movimentare le merci¹⁰⁸. Grazie alla privatizzazione potrebbe aiutare i porti a diventare più competitivi a livello mondiale, favorendo una maggiore crescita economica ed offrendo nuove opportunità per i players del settore logistico.

Tra le aziende quotate che potrebbero diventare pedine del processo di privatizzazione rientrano Leonardo e Enel: azienda attiva nell'industria aerospaziale, della sicurezza e della difesa ha visto, nel corso degli ultimi anni, un "balzo" in Borsa. Complice di questa straordinaria performance è la sua vocazione fortemente tecnologica e la costante attenzione degli investitori stranieri per il titolo.

Dal momento che il settore della difesa è tornato al centro dell'attenzione dell'agenda politica, l'esecutivo italiano potrebbe ripensarci e non dismettere le partecipazioni di questa azienda che opera in un comparto strategico, anche se il ritorno derivante dalla dismissione potrebbe essere elevato.

A rischiare di restare fuori dal perimetro delle privatizzazioni è Enav, azienda attiva nel comparto della navigazione aerea civile, il cui titolo azionario ha segnato un calo, arrivando ai minimi storici (3,1 euro)¹⁰⁹. Il Tesoro detiene il 53 per cento.

Altra pedina che potrebbe rientrare nel processo di privatizzazione del Governo Meloni è Enel, che ha imboccato un trend rialzista dopo l'ascesa dell'idroelettrico, segmento che contribuisce a rendere positivo il bilancio di esercizio. L'azionariato di ENEL è diffuso ed il Tesoro è attualmente lo shareholder di riferimento con il 24 per cento dei titoli azionari. Fuori dal perimetro del processo della privatizzazione rimarranno Terna e Snam, che gestiscono reti infrastrutturali strategiche per l'Italia.

Nell'annoso dossier delle privatizzazioni del Governo Meloni potrebbe rientrare anche Rai Way, controllata della società concessionaria del servizio pubblico radiofonico e televisivo italiano. Con l'esecutivo Renzi si era assistito ad una parziale privatizzazione e l'attuale Esecutivo potrebbe privatizzare il 15 per cento della società. Il ritorno derivante dalla dismissione sarebbe pari a 200.000.000 di euro. Al momento, non urge privatizzare.

¹⁰⁸ <https://www.logisticnews.it/privatizzare-i-porti-in-italia-tra-sviluppo-futuro-ed-incognite/>

¹⁰⁹ <https://www.milanofinanza.it/news/enav-titolo-in-calo-sull-ipotesi-di-una-riduzione-della-quota-del-mef-cosa-ne-pensano-gli-analisti-202409021620565966>

Altro dossier spinoso riguarda la possibilità di fare entrare nel capitale di Ferrovie dello Stato investitori privati, ma prima si dovrà valutare la rete, che rappresenta il principale asset del gruppo.

Nel breve termine la dismissione delle partecipazioni statali consentirebbe allo Stato tricolore di incassare soldi e di ridurre il debito pubblico, ma è necessario valutare che la privatizzazione comporta la perdita da parte dello Stato italiano di poter partecipare ai profitti generati dalle aziende. Trattandosi di utili piuttosto generosi, lo Stato starebbe valutando la possibilità di prediligere la strada della privatizzazione parziale: solo una porzione di utili sarà persa e non tutta. Nella tabella sottostante sono riportati gli oneri ed i benefici contabili derivanti dalla privatizzazione secondo le stime effettuate nell'inizio del 2024 dall'Osservatorio Conti Pubblici Italiani sulle possibili cessioni che il MEF potrebbe compiere.

Società	Quota ceduta dal MEF	Valore della partecipazione	Dividendi MEF 2019	Dividendi MEF 2022	Dismissione in rapporto al dividendo medio	ROE
	(percentuale)	(mln €)	(mln €)	(mln €)	(percentuale)	(percentuale)
Banca Monte dei Paschi	39,2	1859,5	-	-	-	-2,9
ENAV	13	231,4	14,7	13,9	15,7	8,7
Enel	3,6	2257,8	102,2	147,7	18,1	6,1
Eni	4,7	2317,7	146,9	147,7	15,7	28
Poste Italiane	20,7	2374,9	125,2	175,7	15,8	16,9
Ferrovie dello Stato	?	-	-	-	-	1,2

Tabella 2 – Oneri e benefici derivanti dalla dismissione delle partecipazioni statali

Fonte: elaborazione OCPI su dati MEF e bilanci delle aziende quotate

In ogni caso il Governo Meloni sembra che sia intenzionato a mantenere il controllo in queste aziende operanti in comparti strategici. Non è solo l'attuale Esecutivo che ha pensato di vendere totalmente o parzialmente le imprese pubbliche, ma in effetti si tratta di una vera e propria costante proposta dai governi precedenti proprio per contenere il debito pubblico e per realizzare introiti. Nonostante ciò, non si è mai registrata una grande mole di entrate derivanti dalla dismissione delle partecipazioni

statali per migliorare la finanza pubblica italiana. Gli obiettivi finanziari auspicati sono stati solo parzialmente realizzati¹¹⁰.

Nel corso degli ultimi dieci anni abbiamo assistito all'esordio sul mercato borsistico di Poste Italiane ed Enav ed alla cessione di un pacchetto azionario di imprese quotate. In altre casistiche, si è registrato un passaggio di proprietà dal Tesoro a Cassa Depositi e Prestiti, come nel caso di Fintecna. In questo caso il controllo è sempre rimasto in mano dello Stato italiano. L'attuale Esecutivo Meloni starebbe trovando un valido escamotage in modo tale da detenere il controllo delle imprese statali e, al contempo, introitare soldi per sanare la finanza pubblica nazionale.

Quali potrebbero essere i vantaggi derivanti dalla privatizzazione per gli investitori? Per rispondere al quesito bisogna riflettere sul fatto che molte privatizzazioni presentate dagli esecutivi precedenti sono fallite e che i vantaggi derivanti da un'eventuale dismissione potrebbero essere del tutto azzerati dai mancati introiti incassati. Per quanto concerne la quotazione dei titoli azionari, il collocamento sul mercato provoca un ribasso delle quotazioni e la vendita degli assets. La privatizzazione di Poste Italiane potrebbe portare ad un incremento della volatilità del titolo azionario. In determinati casi, la privatizzazione potrebbe alimentare le speculazioni del titolo azionario, favorendone il rialzo.

¹¹⁰ Bordignon M., Virgadamo L., Le privatizzazioni del Governo Meloni, Osservatorio sui Conti Pubblici italiani, 2024

CAPITOLO 3 – GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA

3.1 Il contesto economico italiano

In Italia il fenomeno delle privatizzazioni ha rappresentato una fase cruciale della sua storia economica negli ultimi anni, poiché ha perseguito lo scopo di divenire il catalizzatore di una profonda trasformazione, necessaria per superare le difficoltà e le contraddizioni che si erano venute a creare durante gli anni del dopoguerra e che già durante il periodo della ricostruzione e dell'espansione economica degli anni Sessanta, dello scorso secolo, iniziavano ad evidenziarsi. L'economia, pur essendo in costante e continua crescita, iniziava ad avere momenti di affanno a causa dei contrasti economici e politici che ostacolavano una programmazione razionale per la realizzazione delle riforme necessarie ad adeguare la realtà italiana rispetto a quella di altri paesi il cui decollo economico si era da tempo consolidato. Gli stati di tensione e di squilibrio interni trovavano sbocco con il ricorso a frequenti svalutazioni e ad un uso indiscriminato, spesso clientelare, del credito alle imprese sia pubbliche che private, provocando, di conseguenza, la perdita del controllo sul fenomeno dell'inflazione

I processi di globalizzazione ed i mutati climi politici, dovuti ad eventi storici epocali come: il crollo dell'Unione Sovietica, la caduta del muro di Berlino e quindi l'unificazione tedesca, l'accelerazione dell'integrazione europea, la riduzione dell'inflazione e la discesa dei tassi di interesse, hanno creato le condizioni, a partire dagli anni Ottanta, per un evidente cambiamento del quadro internazionale e di conseguenza ad un ripensamento sulle strategie da adottare. Questi fattori hanno posto l'Italia a dover effettuare una scelta ineludibile: continuare con le vecchie politiche od affrontare il tema delle riforme e delle ristrutturazioni da sempre rinviate. A rendere ancor più pressante la necessità di provvedimenti straordinari, all'inizio degli anni Novanta, il fatto che alla crisi economica si aggiungeva anche quella politica, provocata dalle inchieste della magistratura, passate sotto il nome di "mani pulite", sull'operato di una classe dirigente dei partiti nazionali, che ne hanno svelato le pratiche di corruzione e facendo sì che nel giro di pochi mesi venissero sostituiti buona parte dei quadri dirigenti rendendo necessaria la costituzione di un governo tecnico sotto la guida di Carlo Azeglio Ciampi. Questi presentò un programma di riforme e di

privatizzazioni che non volevano solo affrontare i problemi creati dall'emergenza finanziaria, connessa a un debito pubblico che sembrava ormai fuori controllo, ma anche gettare le fondamenta per un avvio dei mutamenti che avrebbero potuto contribuire alla soluzione, o comunque alla riduzione, i problemi di fondo del paese.¹¹¹

Le privatizzazioni avrebbero dovuto riguardare sia le imprese che le banche. L'accordo Andreatta-Van Miert, come già evidenziato nel precedente capitolo, che obbligava lo stato italiano a dismettere le sue partecipazioni, obbliga i governi a percorrere questa strada che già era imboccata determinandone il tramonto della stagione dell'Iri. Questa azienda che era stata una delle colonne portanti del sistema produttivo e che aveva dato un contributo fondamentale alla straordinaria crescita durante gli anni del dopoguerra ha iniziato il suo processo di privatizzazione, quale condizione di rispetto delle regole del Trattato di Maastricht. Ancora più ampio e quindi più complesso il percorso per la privatizzazione delle banche, in quanto si inquadrava in un sistema avviato dall'inizio degli anni Ottanta e che richiedeva una profonda trasformazione dell'intero sistema finanziario italiano.

Le privatizzazioni fornivano quindi un segnale importante, nel nostro Paese ed all'estero, sui cambiamenti che creavano l'immagine di una Italia che stava compiendo il primo passo decisivo verso la trasformazione. Erano quindi l'asse portante dei nuovi assetti istituzionali ed il sigillo della serietà dei propositi. I tempi delle privatizzazioni sono stati molto brevi ed il volume dei capitali trasferiti è stato veramente ingente, rispetto ad analoghe esperienze effettuate in altre aree del mondo. La proprietà pubblica in campo industriale si è ridotta alle principali utilities. In campo bancario quella che Giuliano Amato aveva definito come "la foresta pietrificata" iniziò il suo cammino, rendendo possibile la realizzazione, nel giro di poco più di un decennio, di una trasformazione radicale. Non si può comunque affermare che tutto ciò abbia trasmesso al resto dell'economia nazionale e della società significativi impulsi di cambiamento che fossero proporzionali all'entità della rivoluzione degli assetti proprietari e dei rapporti di forza all'interno della società civile; infatti, il rallentamento dell'Italia rispetto agli altri paesi europei non si è attenuato ma è ulteriormente accentuato.¹¹²

¹¹¹ Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci editore, Le bussole, Roma, 2007.

¹¹² Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci editore, Le bussole, Roma, 2007.

3.1.1 *La grande impresa privata al termine del boom economico*

Nel secondo dopoguerra, sulla scia delle azioni operate sull'IRI sono apparsi sulla scena imprenditori fossilizzati su vecchi metodi di conduzione delle aziende e che non rispondevano alle esigenze che divenivano pressanti per soddisfare una visione generale ed avveniristica di ricostruzione del paese. questa categoria gestiva le proprie aziende puntando sul mantenimento dei salari ad un basso livello e sulla protezione dei governi dalla concorrenza internazionale. Neppure il miracolo economico che si era verificato in quel periodo era stato di stimolo per la ricerca di nuove strategie atte a superare le croniche debolezze storiche di un sistema imprenditoriale che rimaneva arroccato nella difesa del sistema che poggiava fundamentalmente sulla conduzione della proprietà familiare e quindi approfondendo il massimo impegno ad utilizzare tutti gli strumenti possibili per rafforzare il potere di controllo dei gruppi che pro tempore detenevano pacchetti azionari significativi oppure largamente minoritari. Significativi esempi di queste pratiche si sono manifestati nelle vicende di due storici gruppi italiani, ovvero la Olivetti e la Montedison, due imprese private e leader in settori chiave come le macchine per l'ufficio, l'elettronica e la chimica.¹¹³

Olivetti, ad esempio, aveva saputo espandersi, anche in campo internazionale, ottenendo dei successi straordinari e registrando quote di profitto rilevanti. Malgrado il raggiungimento di tali traguardi, nel 1964 dovette attraversare una dura crisi per cause, prevalentemente finanziarie, che sono in un certo senso esemplari dei problemi che vengono a crearsi nella conduzione di una impresa privata a controllo familiare. Le fasi di tali eventi sono state dettagliatamente analizzate nei verbali delle numerose riunioni, tenute in Mediobanca a partire dal gennaio 1964¹¹⁴. L'azienda aveva fatto delle scelte strategiche lungimiranti, come lo spostamento verso l'elettronica ed un'acquisizione importante nel mercato americano, ma questi investimenti erano nettamente superiori alle capacità di autofinanziamento della azienda e soprattutto alla disponibilità di un azionariato familiare disperso, rissoso e disorientato dalla precoce morte di Adriano Olivetti che, fiducioso nelle capacità dell'azienda nel fronteggiare le difficoltà dell'operazione, si era fortemente indebitato con le banche fornendo la

¹¹³ Morreale G., *Mediobanca e il salvataggio di Olivetti. Verbali delle riunioni e documenti di lavoro 1964-1966*, Milano, Mediobanca, 2019.

¹¹⁴ Morreale G., *Mediobanca e il salvataggio di Olivetti. Verbali delle riunioni e documenti di lavoro 1964-1966*, Milano, Mediobanca, 2019.

garanzia dei rispettivi pacchetti azionari. Questa situazione metteva a rischio il controllo dell'azienda in quanto le banche, specialmente quelle estere, potevano acquisire rilevanti partecipazioni nella società semplicemente facendo valere i propri diritti sulla garanzia.

Gli anni '60 vedono la società quotata che effettua una serie di aumenti di capitale, con azioni privilegiate, per evitare che una eccessiva diluizione potesse intaccare il potere di controllo. Tali aumenti sono stati realizzati in modo tale da portare più risorse al consorzio di collocamento della società¹¹⁵. Comunque, si rinunciò a tale strategia, nella fase favorevole del ciclo di borsa, quando le azioni ordinarie toccarono il picco di 12.000 lire contribuendo ad irrobustire finanziariamente l'azienda ed ampliando significativamente la base azionaria. I proprietari, comunque, ebbero modo di continuare a controllare l'azienda. In seguito, una fase negativa dei corsi di borsa provocò un peggioramento della situazione per cui, raggiunto il massimo della quotazione nel mese di maggio 1961, iniziò una costante discesa che vide una perdita del 30% a settembre a cui seguì il crollo toccando il minimo storico, nell'agosto del 1964, quando si rese evidente il fatto che si era azzerato il patrimonio dell'azienda di Ivrea.

Il fatto che tutte le operazioni borsistiche, come gli aumenti di capitale, effettuate dal 1960 in poi fossero funzionali agli stretti interessi dei gruppi che detenevano la maggioranza delle azioni, trascurando quelle che erano le reali esigenze dell'azienda Olivetti, è difficilmente opinabile ed in effetti fu dimostrato che la crisi del 1964 dell'azienda è fortemente legata alla crisi finanziaria della famiglia. Questo è stato di fatto il problema di fondo.

Secondo i puntuali calcoli di Giampiero Morreale¹¹⁶ il gruppo degli azionisti giunse all'aumento di capitale con un debito netto, mentre avevano incassato in precedenza somme ben maggiori dalla vendita di azioni privilegiate. Quindi mancava all'appello una somma stimata fra i 35 e i 40 miliardi di lire; si sottolinea, inoltre, sempre secondo questa stima, che a quel tempo un aumento di capitale di 25 miliardi di lire sarebbe

¹¹⁵ Una perizia stimava l'azione a 2.300 lire ma Mattioli riteneva che dati i gravi problemi le azioni non potessero essere valutate per più di 1500 lire. Si veda Morreale G., *Mediobanca e il salvataggio di Olivetti. Verbali delle riunioni e documenti di lavoro 1964-1966*, Milano, Mediobanca, 2019.

¹¹⁶ Morreale G., *Mediobanca e il salvataggio di Olivetti. Verbali delle riunioni e documenti di lavoro 1964-1966*, Milano, Mediobanca, 2019.

stato sufficiente per superare la crisi.

Un capitalismo che si incentra sulla figura di un imprenditore che non riesce a superare la sua dimensione familiare, nella convinzione che sia naturale la strenua difesa del personale controllo sul patrimonio aziendale, con la solidarietà dell'intera classe imprenditoriale, è un gigante con i piedi d'argilla che in ogni momento può subire un crollo. L'azione di un gruppo di intervento orchestrato da Mediobanca e presieduto da Bruno Visentini, costituito da Fiat, Pirelli, La Centrale e IMI. che ha permesso all'Olivetti di riprendersi, si è rivelata solo un palliativo, non riuscendo a superare le cause della debolezza finanziaria che finiranno per pesare negli anni successivi e che si trascineranno fino alla crisi definitiva degli anni Novanta.¹¹⁷

Emblematico risultò anche il caso della Montecatini che invece poteva contare su un azionariato diffuso. Questa era l'azienda di punta del settore chimico che si trovò, lei pure, già all'inizio degli anni Sessanta, ad affrontare seri problemi di carattere industriale e finanziario. Ricco era il patrimonio costituito da una tradizione industriale importante e dalla cospicua detenzione di brevetti, ma l'azzardo di polposi investimenti in impianti, fra cui fa particolare spicco quello di Brindisi, la cui redditività risultò essere largamente inferiore alle stime iniziali, ne compromise seriamente le basi. In generale, la "*strutture industriale era antiquata e polverizzata in innumerevoli stabilimenti di piccole dimensioni fatalmente passivi*"¹¹⁸. Prese forma quindi l'ipotesi di una fusione con Edison, tradizionalmente forte finanziariamente e che godeva di un ricco flusso di indennizzi da parte dell'Enel, da poco nata come frutto della nazionalizzazione delle imprese elettriche. Molto simile era la struttura proprietaria delle due aziende: l'azionariato era alquanto frazionato in quanto la fiducia nella solidità del titolo e la discreta resa delle cedole attirava fortemente l'interesse di un ampio numero di investitori. In entrambi i casi poi il controllo era assicurato da parte di sindacato fra i principali azionisti privati.¹¹⁹

Negli uffici di Mediobanca fu messo a punto il progetto per la fusione, fortemente appoggiata da Guido Carli, che vide conclusa la sua attuazione nel 1966. Il fatto che tale fusione sia stata effettuata "a freddo", sottovalutando le strategie da adottare ed

¹¹⁷ Perugini M., *Il fallimento dei progetti tecnologici di frontiera*, Amatori, 2017, pp.27-48.

¹¹⁸ Scalfari E., Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di Stato*, Milano, Feltrinelli, 1974.

¹¹⁹ Scalfari E., Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di Stato*, Milano, Feltrinelli, 1974.

una funzionale struttura manageriale, l'aver trascurato l'esame del mercato, tenendo conto esclusivamente degli aspetti finanziari, minò l'idea, prospettata alle origini, che si trattasse della più grande operazione di fusione nella storia dell'industria italiana. Sin da subito si resero evidenti le carenze profonde nella conduzione aziendale.¹²⁰ Nella navigazione a vista, senza progetti visionari che tracciassero i percorsi del futuro, la nuova Monte Edison, non distinguendosi, purtroppo dalle altre società ex elettriche, sperperò il fiume di denaro degli indennizzi e fu travolta dalla grave crisi nazionale dell'industria chimica italiana. Già negli anni Sessanta si erano manifestati segni premonitori sulla debolezza e sulle inefficienze dell'azienda, che non riuscì mai ad elaborare una risposta forte allo shock petrolifero del 1973. E' inevitabile quindi che la grande operazione di fusione con Edison, che avrebbe dovuto risollevarne le sorti dell'azienda e del settore, sia oggi considerata come *“un esempio da manuale in senso negativo”*¹²¹ o, ancor di più, come prova che la miopia di una classe imprenditoriale che anteponeva sistematicamente le logiche di potere stretto a quelle che venivano richieste dalla sempre più rapida evoluzione industriale, costituiva una contraddizione troppo profonda per poter affrontare le sfide che si presentarono nella seconda parte del secolo scorso.. Da qui l'amara conclusione di Eugenio Scalfari e Giuseppe Turani: *“per conseguire i risultati sperati dai promotori, cioè il sorgere di una grande industria chimica di dimensione e di qualità europea, capace di modificare radicalmente il tipo di sviluppo economico e anche politico del sistema, sarebbe stato necessario non soltanto che Valerio [Giorgio Valerio, già presidente di Edison e poi di Montedison] e i suoi collaboratori fossero dotati di capacità imprenditoriali e una intelligenza politica che non avevano, ma che esistesse in Italia un tessuto fitto e consistente di borghesia imprenditoriale capace e desideroso di offrire un'alternativa politica e sociale alla pressione della borghesia impiegatizia”*¹²².

Un altro mancato obiettivo del progetto di fusione fu la stabilizzazione della proprietà aziendale in quanto subito dopo, nel 1968, iniziò la scalata di Eni a Montedison, che porterà in pochi mesi l'ente petrolifero a controllare un pacchetto del 20% delle azioni variando così, in un settore importante ed in un momento così delicato, il peso del potere di controllo e di gestione dalla proprietà privata a favore di quella pubblica. Da

¹²⁰ Comei M., *La nazionalizzazione elettrica: il doppio shock*, Amatori, 2017, pp.68-89.

¹²¹ Amatori F., Brioschi F., *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, Barca, 1997.

¹²² Scalfari E., Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di Stato*, Milano, Feltrinelli, 1974.

parte degli imprenditori privati il fatto che ci siano state solo prese di posizioni formali senza nessuna reazione concreta ha naturalmente giustificato il sorgere di alcuni interrogativi. Secondo Scalfari e Turani nella scalata, oltre alle problematiche di carattere industriale, entrarono in ballo fenomeni legati a giochi di potere. Montedison quindi non fa che consolidare le logiche della struttura proprietaria delle imprese definita come *public company* all'italiana in cui in una situazione di azionariato diffuso che comprendeva la somma azionaria delle due aziende, diventano operativi solo gli accordi intercorsi tra i vari gruppi antagonisti, costantemente impegnati nelle loro logiche di potere e che posseggono la maggioranza del pacchetto azionario. Anche l'ingresso dell'Eni è risultato inefficace per quanto riguarda la stabilizzazione e la gestione di Montedison, infatti il suo percorso fu ostacolato da seri momenti di crisi per cui si resero necessari, più volte, dei passaggi di controllo, senza OPA, per salvaguardare gli interessi degli azionisti di minoranza. Attraversando una delle peggiori crisi dell'industria italiana del dopoguerra si ebbe una flebile ripresa che si dimostrò effimera, nonostante i fortissimi sacrifici imposti dalle banche. Fu effettuato un nuovo tentativo di accordo con Eni, dando vita a Enimont e qualche anno dopo la Fiat si fece promotrice di un'altra scalata. Insomma possiamo affermare che la storia di Montedison era stata scritta annotando nelle azioni dei protagonisti una partecipazione, ai giochi di potere ed alla creazione di intrighi, degno delle corti rinascimentali. Viene ribadito il concetto che era questo il modo in cui in Italia si declinava il concetto di *public company*, ovvero quella in cui il controllo dovrebbe essere contendibile in modo assoluto.¹²³

Inevitabilmente questa agonia finì per sfociare poi nella definitiva uscita dal mondo imprenditoriale.¹²⁴ L'Olivetti e Montedison rappresentano quindi due chiari esempi di quanto fosse inefficiente “*il mercato dove si scambiano i diritti di proprietà e di controllo sulle imprese, ossia il diritto di disporre dei loro capitali in qualunque modo non sia espressamente vietato da norme o contratti. Il mercato dove le imprese trovano i loro padroni*”¹²⁵. La grande crescita dell'economia e delle imprese nel dopoguerra non aveva in alcun modo intaccato la ferrea presa delle famiglie controllanti. Come avverte Andrea Colli nel 2017¹²⁶, la prima pubblicazione di Mediobanca dedicata alle

¹²³ *Ibidem*.

¹²⁴ Scalfari E., Turani G., *Razza padrona. Storia della borghesia di Stato*, Milano, Feltrinelli, 1974.

¹²⁵ Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, Barca, 1997.

¹²⁶ Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, Barca, 1997.

principali società italiane, nel 1966, rivela che “*gli anni del miracolo economico non avevano per nulla intaccato la natura fortemente elitaria ed oligarchica del grande capitalismo italiano. La stragrande maggioranza delle imprese censite era di proprietà familiare o addirittura individuale: insomma un capitalismo personale in cui proprietà e direzione coincidevano strettamente*”¹²⁷. E ancora più avanti “*la concentrazione proprietaria implicava delle strutture organizzative in cui l'identificazione tra proprietà e controllo era sostanzialmente totale. Nel lungo elenco stilato da Mediobanca le grandi imprese familiare erano tutte, senza alcuna eccezione, non solo posseduta, ma anche guidate dai componenti delle famiglie stesse, in posizione chiave*”¹²⁸.

L'uso di strumenti per massimizzare il controllo¹²⁹ era comune a tutti i grandi gruppi privati¹³⁰. In aggiunta, In Italia, i complessi e diffusi intrecci azionari tra le diverse società, robuste potenze economiche, rendevano poco trasparente ed inestricabile la struttura complessiva del sistema. Il diritto societario italiano, tra l'altro, non contemplava regole che garantissero la possibilità di accesso ad agenti esterni ed era privo di strumenti a tutela degli azionisti di minoranza. Già dagli anni Cinquanta erano emerse queste deficienze legislative per cui molti giuristi e politici avevano tentato di affrontare la materia proponendo le riforme necessarie per dare una risposta a due importanti questioni: quella del controllo e quella della tutela degli investimenti di minoranza nelle società quotate, per le quali si prevedeva una disciplina specifica¹³¹.

Sino agli anni Ottanta il tema delle normative e dei controlli verrà eluso e quindi continuerà a rimanere nebuloso e carente. trasformando il boom delle quotazioni in un'altra grande occasione perduta.

Il dato di fatto è che tra il 1947 e il 1993 i tre grandi gruppi privati, ovvero Fiat, Pirelli e Falk, a controllo familiare hanno potuto crescere ben oltre il contributo di capitale che proveniva dai nuclei fondatori. La leva controllo-proprietà, che misura il rapporto fra il capitale totale del gruppo e il capitale messo a disposizione delle famiglie controllanti, è salita in misura notevole: 10 volte per Fiat è quasi sei volte per Pirelli¹³².

¹²⁷ Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, Barca, 1997.

¹²⁸ Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, Barca, 1997.

¹²⁹ Quali gruppi piramidali, partecipazione incrociate, e patti parasociali, in particolare di sindacato.

¹³⁰ Amatori F., Brioschi F., *Le imprese private: famiglie e coalizioni*, Barca, 1997.

¹³¹ Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, Barca, 1997.

¹³² Barca, *Storia del capitalismo italiano. Dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997.

Le imprese come Montedison, con un azionariato disperso e che si reggevano su patti di sindacato, erano soggette a scalate, lotte di potere, intrighi coperti dalla mancanza di limpidezza sui patti di sindacato e dall'assenza di norme a favore degli azionisti di minoranza. Potevano quindi avere luogo azioni che spostavano gli assetti di potere ma anche operazioni puramente speculative, che consistevano nell'orchestrare un movimento al rialzo su un titolo, rastrellare un pacchetto abbastanza consistente da minacciare il controllante pro tempore, per poi offrirlo a quest'ultimo un prezzo maggiorato. La mancanza dell'obbligo di concentrazione in borsa degli scambi di una legge sulle OPA consentivano manovre speculative di ogni tipo e scalate.

3.1.2 Le banche italiane alla vigilia delle privatizzazioni

Fin dagli anni Ottanta era emerso chiaramente che il sistema bancario italiano richiedeva una riforma radicale. Era un sistema chiuso, dominato da vecchie regole e in particolare dal concetto di servizio pubblico alla base della legge bancaria del 1936. Un quadro in profonda contraddizione non solo con uno scenario che richiedeva da tempo dosi crescenti di efficienza, competizione e apertura internazionale, ma che era la vigilia di cambiamenti strutturali importanti e sollecitato dalle direttive europee.

La trasformazione non poteva che essere graduale. Ad una svolta repentina si opponevano i vincoli obiettivi derivanti dalla fragilità dell'economia, delle imprese, degli equilibri dei conti con l'estero, dello stesso sistema bancario che rendevano difficile un taglio netto con il passato. Un processo di riforme di liberalizzazione doveva fare i conti con il conservatorismo del settore bancario e con il fatto che il rapporto del mondo politico con le banche era uno dei centri nevralgici del sistema di potere italiano.

La legge bancaria del 1936¹³³ aveva definito l'attività bancaria funzione di interesse pubblico e dunque la proprietà pubblica costituiva quasi un naturale corollario. Pubblico era il sistema degli istituti storici a carattere regionali (dal San Paolo al Monte dei Paschi, ai banchi meridionali) e quello delle casse di risparmio, così come l'intero sistema del credito a medio termine. Le grandi banche che erano state salvate negli

¹³³ Normattiva, REGIO DECRETO-LEGGE 12 marzo 1936, n. 375 in materia di "Disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia", Normattiva.it, <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:regio.decreto.legge:1936-03-12;375>

anni Trenta mantennero quindi solo la forma giuridica privatistica della società per azioni, ma rimasero di proprietà o direttamente sotto il controllo del Tesoro (la Banca Nazionale del Lavoro¹³⁴, l'IMI¹³⁵) o dell'Iri (la Banca Commerciale Italiana¹³⁶, il Credito Italiano¹³⁷, il Banco di Roma¹³⁸). Complessivamente nel 1990 le banche private rappresentavano poco più di un quarto del totale degli impieghi del sistema.

Il disegno razionale della legge bancaria del 1936 era stato gradualmente stravolto a partire dalla seconda metà degli anni Sessanta, quando gli istituti di credito speciale, che avrebbero dovuto rappresentare uno dei pilastri fondamentali nel convogliare il risparmio verso gli investimenti, erano stati di fatto privati di capacità autonoma di raccolta e trasformati in intermediari dimezzati, poiché il mercato obbligazionario era, di fatto, monopolizzato dalle emissioni dell'Enel per i pagamenti degli indennizzi alle società ex elettriche. Da quel momento in poi si era aperto uno scarto fra il modello ideale di sistema bancario sotteso alla legge bancaria del 1936 e la realtà operativa. In questo quadro, la natura di ente pubblico della maggior parte delle banche e degli istituti speciali favoriva concezioni amministrative e pubblicistiche della banca sempre più in contraddizione con la natura imprenditoriale.

Non solo, l'integrazione europea era alle porte. Alla fine degli anni Settanta era stata pubblicata la prima direttiva che apriva la frontiera, sancendo la libertà di stabilimento, che richiedeva di fatto di superare il regime autorizzativo. La Banca d'Italia si prese tutto il lungo periodo di transizione concesso dalla direttiva, ma avviò quasi subito il dibattito necessario a favorire il cambiamento che avrebbe agito nel profondo della struttura bancaria¹³⁹.

Il primo segnale interno di cambiamento arrivò all'inizio degli anni Ottanta, quando la Banca d'Italia pubblicò un Libro bianco il cui postulato era che la natura pubblica delle banche è una sorta di accidente della storia. Ciò poneva in primo piano la natura

¹³⁴ <https://bnl.it/it/Scopri-BNL/Chi-Siamo/BNL-Oggi/Profilo>

¹³⁵ Intesa Sanpaolo, *IMI – Istituto Mobiliare Italiano*, Banca Intesa Sanpaolo, 16 dicembre 2010. <https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/storia/imi#>

¹³⁶ Intesa Sanpaolo, *La Banca Commerciale Italiana*, Banca Intesa Sanpaolo, 16 dicembre 2010. <https://group.intesasanpaolo.com/it/chi-siamo/storia/banca-commerciale-italiana>

¹³⁷ BankPedia, *Il Credito Italiano*, Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa (ASSONEBB), 2010. https://www.bankpedia.org/termine.php?c_id=19588

¹³⁸ Treccani, *Banco di Roma*, in *Dizionario di Economia e Finanza*, 2012. [https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-di-roma_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/banca-di-roma_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

¹³⁹ Cesarini F., Onado M., *Struttura e stabilità del sistema finanziario*, Bologna, Il Mulino, 1979.

d'impresa dell'attività bancaria. Il Libro bianco non metteva in discussione i cardini della legge del 1936, ma puntava ad avviare una fase in cui gli “enzimi della concorrenza”, come definiti da Carlo Azeglio Ciampi, potessero cominciare ad agire nel sistema, liberandolo gradualmente dalle incrostazioni della politica. Negli stessi anni si teneva a Bologna un convegno sull'opportunità di spingere le casse di risparmio e le banche pubbliche verso le emissioni di strumenti per il mercato. Anche se svolto inizialmente in tono minore il dibattito segnava un ulteriore passo verso il confronto con il mercato¹⁴⁰.

Le resistenze al cambiamento furono fortissime, tanto che solo nel 1989, con una storica sentenza della Cassazione, il principio per la natura d'impresa, dunque privatistica, dell'attività bancaria potrà dirsi definitivamente accolto nell'ordinamento italiano. In quegli anni la spinta alla privatizzazione si rafforzava con legge Amato, che come evidenziato nel precedente capitolo, prevedeva la separazione fra enti pubblici e banche. Ma in sede di dibattito parlamentare un emendamento vincolava le fondazioni a mantenere la maggioranza assoluta delle banche.

Su un altro versante, la Banca d'Italia iniziò il graduale smantellamento dei controlli amministrativi. Anche in questo caso con una gradualità imposta dal fatto che le misure più drastiche erano state imposte dall'emergenza economica. Ad ogni modo, nell'arco di un decennio si procedette alla liberalizzazione compresa quella in campo valutario. Dall'altro canto, la Consob avviò il dibattito sulla riforma del mercato mobiliare¹⁴¹. Venne così emanata una riforma organica dell'intermediazione mobiliare¹⁴², che superava finalmente la concezione ottocentesca dell'agente di cambio e introduceva l'obbligo di concentrazione degli scambi. Sempre in materia di diritto del mercato finanziario, il recepimento delle direttive europee introduceva riforme importanti che miglioravano l'informazione contabile, disciplinavano le offerte pubbliche di acquisto, e regolamentavano l'informazione riservata all'insider trading.

¹⁴⁰ Andreatta B., *Efficienza operativa ed economicità di gestione nella logica della ricapitalizzazione delle casse di risparmio*, Banca Impresa e Società, n.0, 1982. Si veda anche Ciampi C.A., *Orientamenti per un disegno statuario finalizzato a sviluppare l'operatività delle casse di risparmio*, Banca Impresa e Società, n.0, 1982.

¹⁴¹ Consob, *Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico*, Bollettino Consob, 30 aprile 1987.

¹⁴² Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 2 gennaio 1991, n. 1 Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari*, Gazzetta Ufficiale, 4 gennaio 1991.
https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1991-01-04&atto.codiceRedazionale=091G0003

Tutto questo processo di riforma si consolidò alla fine in due testi unici: il Testo Unico Bancario (TUB)¹⁴³ del 1993 e il Testo Unico della Finanza (TUF)¹⁴⁴ nel 1998 che modernizzano regole vecchie di decenni. A partire dagli anni Ottanta si avviò anche il processo di riforma delle strutture di mercato: migliorò nettamente l'efficienza del mercato secondario di titoli pubblici, la Borsa Italiana si avviò fra le prime ad abbandonare il vecchio sistema “alle grida” per la contrattazione telematica. È significativo che il principale fattore di innovazione sia sempre stata l'autorità pubblica: Ministero del Tesoro, Banca d'Italia e Consob sono stati i registi di tutte le principali innovazioni del mercato primario e di quello secondario, che consentono ancora oggi di avere punti di eccellenza nel contesto internazionale. Sempre nei primi anni Ottanta era stata finalmente varata la legge sui fondi comuni di investimento¹⁴⁵ che disciplinava finalmente questi investitori istituzionali, fondamentale per lo sviluppo dei mercati, oltre quarant'anni dopo la grande riforma americana e a vent'anni dalla presentazione del primo disegno di legge italiano.

La riforma del sistema finanziario italiano fu quindi un processo graduale che occupò tutti gli anni Ottanta. Non prese la forma di una rottura improvvisa con il passato, ma quella di una lunga e sofferta metamorfosi, ostacolata dagli interessi che si erano incrociati intorno a banche e mercati di borsa. Pierluigi Ciocca¹⁴⁶, a proposito di quella che egli definisce come “difficile trasformazione”, afferma che “*con il beneficio della retrospettiva, la sensazione è che unitamente alla natura, alla profondità del cambiamento abbiano agito fattori frenanti di varia natura e origine*”¹⁴⁷. Per il cambiamento ci volle molto tempo: le resistenze erano infatti fortissime e per molti aspetti furono vinte per la necessità di reperire le direttive europee, che costituirono un'importante potente impulso al cambiamento. Si completò così, negli anni Ottanta,

¹⁴³ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *DECRETO LEGISLATIVO 1 settembre 1993, n. 385 Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Gazzetta Ufficiale, 30 settembre 1993. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1993/09/30/093G0428/sg>

¹⁴⁴ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *DECRETO LEGISLATIVO 24 febbraio 1998, n. 58 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*, Gazzetta Ufficiale, 26 marzo 1998. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1998/03/26/098G0073/sg>

¹⁴⁵ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 23 marzo 1983, n. 77 Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare*, Gazzetta Ufficiale, 28 marzo 1983. https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1983-03-28&atto.codiceRedazionale=083U0077&elenco30giorni=false

¹⁴⁶ Ciocca P., *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

¹⁴⁷ Ciocca P., *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

la lunga rincorsa dell'ordinamento finanziario italiano rispetto a quello dei paesi di prima industrializzazione. Fu la prima grande riforma finanziaria non dettata dall'urgenza di una crisi e per questo può essere considerata come una dei pochi successi della stagione delle riforme¹⁴⁸.

3.2 La critica: perché le privatizzazioni non hanno cambiato l'Italia

Parte della dottrina ritiene che le privatizzazioni non abbiano condotto ai risultati sperati e che abbiano riportato delle conseguenze negative. I motivi dietro tale idea sono svariati ma possono essere sintetizzati in tre cause essenziali: il vincolo europeo, la crisi del 1992 e le privatizzazioni condotte senza guida.

3.2.1 Il vincolo europeo e la crisi del 1992

Le scadenze europee non sono state imposte all'improvviso. Il trattato di Maastricht sanciva nel 1991 un percorso verso la moneta unica che aveva preso l'avvio con l'atto unico del 1986, deciso proprio dal consiglio europeo di Milano sotto la Presidenza italiana del 1985 e che dettava i tempi di quel percorso. Venivano già fissati due paletti decisivi: in primo luogo, la formazione entro il 1990 di un sistema di cambio europei a banda stretta con l'idea di passare alla moneta unica; in secondo luogo, il divieto, immediato, di aiuti di Stato. Il governo italiano invece rispose non con la stessa immediatezza. Come evidenziano Giuliano Amato e Andrea Graziosi: *“il trattato concluso nel dicembre 1991 mentre crollava l'Unione Sovietica fu firmata a febbraio da un governo Andreotti e da una classe politica che non sembravano rendersi conto delle sue conseguenze. I criteri previsti per l'adesione alla moneta unica da varare alla fine del decennio e sottoscritti dal governo italiano facevano, infatti, brutalmente luce sul deterioramento della situazione economica dell'Italia che non ne rispettava alcuna. Eppure, buona parte del ceto politico festeggiò gli accordi come un successo, sottovalutando il loro impatto per quanto riguardava l'assunzione di responsabilità per un'intera classe di governo e sulle nuove politiche economiche che l'accordo presupponeva”*¹⁴⁹. Ancora più importante e decisivo era il divieto di aiuti di Stato¹⁵⁰.

¹⁴⁸ Onado M., *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, Ciocca e Toniolo, 2003.

¹⁴⁹ Amato G., Graziosi A., *Grandi illusioni. Ragionando sull'Italia*, Bologna, Il Mulino, 2013.

¹⁵⁰ Craveri P., *L'arte del non governo. L'inarrestabile declino della Repubblica italiana*, Venezia, Marsilio, 2016.

Non era una scelta di campo contro l'economia mista, che l'Europa non metteva in discussione: era un vincolo a tutela della concorrenza. Veniva infatti bandito l'uso dei fondi di dotazione per le imprese pubbliche in crisi, secondo una prassi consueta in vari paesi, ma soprattutto in Italia. La strada era obbligata: si sarebbe dovuto avviare un processo di risanamento a partire dalla parte più debole delle partecipazioni statali e avviare le privatizzazioni. Queste erano diventate tecnicamente indispensabili per consentire alle holding di Stato di usare mezzi generati al proprio interno, e non provenienti dal tesoro, per gestire le crisi e lo sviluppo.¹⁵¹

Ancor più grave è stata la totale inconsapevolezza mostrata nella gestione delle imprese pubbliche in relazione al divieto agli aiuti di Stato imposto dall'atto unico. Con quel divieto non si potevano più coprire i buchi delle imprese in crisi con risorse del Tesoro, come era stato fatto in passato e in modo quasi sistematico. Ma non si poteva neppure ricapitalizzare imprese da vendere per aumentarne il valore. La Commissione Europea dimostrava di fare sul serio. Il governo italiano però invece che affrontare il problema alla radice, risanando e privatizzando tempestivamente, cercò di temporeggiare e di aggirare il divieto all'uso improprio dei fondi di dotazione attraverso *escamotage* finanziari e contabili, come l'emissione da parte dell'Iri di obbligazioni a basso tasso e con ammortamento a carico dello Stato, che non trovarono, ovviamente, l'apprezzamento delle Autorità europee; per di più, aggravò le condizioni finanziarie delle imprese pubbliche e fu, il 10 ottobre del 1991, addirittura dichiarata illegittima dalla Corte costituzionale. La legge però venne ritirata nel gennaio del 1992 e, intanto, i fondi erano già stati in parte raccolti¹⁵².

Sul fronte delle privatizzazioni, i ritardi accumulati nel tempo non potevano essere recuperati in pochi mesi, tantomeno nel fuoco dell'emergenza dei primi anni Novanta. Si era arrivati alla crisi senza una strategia rispetto le modalità con le quali si sarebbe dovuto rimettere a punto e superare il sistema di economia mista che aveva retto il paese dal dopoguerra. Prima del 1992 se ne era discusso in un circuito ristretto e non si era fatto quasi niente fino alla fine, cioè fino a dicembre 1991, quando il settimo governo Andreotti aveva varato un provvedimento dal titolo "*trasformazioni degli enti*

¹⁵¹ *Ibidem*.

¹⁵² Gallo R., *Iri Spa*, Milano, Sperling&Krupfer, 1992.

pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali” convertito in legge nel gennaio 1992¹⁵³.

Se l'impresa pubblica era in condizioni negative, non tanto migliori erano quelle dell'impresa privata: infatti, negli anni Novanta entrò in crisi di prospettive e di redditività. Mediobanca arrivò indebolita alla fine degli anni Ottanta dopo una privatizzazione sofferta, e che aveva messo in luce legami inediti con la politica. Quella della grande impresa privata era una crisi che veniva da lontano: era la crisi della classe imprenditoriale di fronte alla necessità di passare a un'economia totalmente aperta e concorrenziale. Alla fine, per difendersi, si era di fatto sottratta alle proprie responsabilità e si era ripiegata su un intreccio di rapporti ambigui con la politica, terreno della corruzione. Era la crisi complessiva di una classe dirigente che partiva dalla politica ma che coinvolgeva la grande impresa privata, il cui declino cominciava allora e che provò a defilarsi. Tutti questi fattori fanno pensare alla crisi del 1992 non solo come crisi dei partiti di un modello di economia ma anche come la crisi del capitalismo italiano, a partire dalla sua componente privata storicamente centrale. Questo è lo stesso punto di vista di Giulio Sapelli¹⁵⁴ che evoca la necessità di *“ridefinire aspetti essenziali di un capitalismo partitico e familistico che non è più in grado di reggere la concorrenza di un mercato sempre più globale”*¹⁵⁵. Inoltre, si evidenzia anche che *“quando il governatore della Banca d'Italia dichiarò pochi giorni prima della morte di Gardini che le tangenti ammontavano ad alcune migliaia di miliardi avevano deformato il mercato italiano, l'accusa era indirizzata contemporaneamente alla classe politica e a quella degli imprenditori. Dentro la crisi del regime vi è come in una scatola cinese la crisi del capitalismo italiano”*¹⁵⁶.

In questa prospettiva, le inchieste della magistratura devono essere considerate come una conseguenza e non come una causa nella crisi del paese. La magistratura ha colmato temporaneamente un vuoto di autorità, facendo leva sul sostegno fornito da

¹⁵³ Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, *LEGGE 29 gennaio 1992, n. 35 Conversione in legge del decreto-legge 5 dicembre 1991, n. 386, recante trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica*, Gazzetta Ufficiale, 30 gennaio 1992. https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1992-01-30&atto.codiceRedazionale=092G0061

¹⁵⁴ Sapelli G., *Sul capitalismo italiano. Trasformazione o declino*, Milano, Feltrinelli, 1993

¹⁵⁵ *Ibidem*.

¹⁵⁶ Romano S., *L'Italia scappata di mano. Cause ed effetti della crisi nazionale*, Milano, Longanesi, 1993.

un'opinione pubblica desiderosa di cambiamento e di legalità per svolgere con efficacia le loro inchieste¹⁵⁷. Ancor di più, quelle inchieste hanno rilevato l'esistenza di una rete corruttiva fra soggetti pubblici e privati, Come quanto si è verificato nel caso Enimont. Lo ammetterà, qualche anno dopo, con grande onestà intellettuale uno degli imprenditori storici italiani, Leopoldo Pirelli, che in un'intervista del 1999, disse testualmente *“alcuni imprenditori hanno sostenuto di essere stati in qualche modo costretti a pagare partiti, uomini politici, pubblici amministratori, altrimenti le aziende non avrebbero potuto lavorare. Hanno sostenuto, cioè, d'essere stati vittime di una concussione generalizzata. Non è stato così. Concussi sono stati piccoli imprenditori ma non le maggiori imprese del paese. Se una decina di grandi aziende avessero insieme denunciato alla corruzione che era diventata sistema nessuno avrebbe potuto impedircelo e schiacciarci tutti insieme. Eravamo forti a sufficienza per schiacciare quel malcostume. Nonostante errori e interventi a volte discutibili io penso che il giudizio storico sul comportamento della magistratura sarà positivo”*¹⁵⁸. D'altro canto, la corruzione non sarà debellata e la moralità della politica e degli affari non farà progressi.

3.2.2 *Le privatizzazioni senza guida*

Il ritardo con cui l'Italia giunse alle privatizzazioni è tanto più grave se si pensa che negli anni precedenti paesi come Regno Unito e Francia avevano attuato vasti programmi di privatizzazione, nel quadro di progetti razionali e coerenti. In Italia invece il primo rapporto organico, ovvero la commissione Scognamiglio del 1990, era lungi dal fornire un quadro strategico: indicava quale obiettivo prioritario la riduzione del debito pubblico e per il resto si limitava a puri omaggi verbali all'ampliamento delle dimensioni del mercato azionario italiano, all'afflusso di capitali esteri, alla maggiore efficienza attesa delle imprese una volta controllate da soggetti privati, senza dare indicazioni sulle strategie da adottare.¹⁵⁹

¹⁵⁷ Borrelli F.S., *Borrelli. Corruzione e giustizia. “Mani Pulite” (1992-98) nelle parole del Procuratore Francesco Saverio Borrelli*, a cura di De Cesare C., Milano, Kaos, 1999.

¹⁵⁸ Scalfari E., *Il rimorso di un grande imprenditore: conversazione con Leopoldo Pirelli*, La Repubblica, 27 ottobre, 1999.

¹⁵⁹ Romano S., *L'Italia scappata di mano. Cause ed effetti della crisi nazionale*, Milano, Longanesi, 1993.

Il Regno Unito, ad esempio, aveva messo a punto fin dal 1979 un'articolata strategia di dismissioni, basata in molti casi sull'offerta di azioni al pubblico ma, per un nucleo importante di impresa, anche sulla trattativa privata e sulla selezione dei nuovi azionisti di controllo. Inoltre, per tutti i settori in cui si privatizzano aziende operanti in regime di monopolio, si istituivano autorità indipendenti per garantire la concorrenza. La Francia, che aveva avviato le privatizzazioni nel 1986, aveva emanato una legge che indicava 65 imprese (39 banche, nuove società industriali, quattro società finanziarie e 13 compagnie di assicurazioni) e che fissava i criteri da adottare per dare efficienza e trasparenza alle dismissioni. La responsabilità dell'intero processo veniva affidata a un solo ministero, il più potente, ovvero quello dell'economia e delle finanze. Inoltre, veniva creata una commissione di 7 membri scelti tra personalità di notoria competenza e indipendenza con il compito di esprimere sia un parere di congruità sui prezzi di cessione, sia un giudizio sulle valutazioni di volta in volta formulate da società di consulenza e banche. Per ciascun collocamento veniva introdotto un limite del 5% delle azioni sottoscrivibili da un singolo soggetto. Infine, veniva prevista la formazione di un nocciolo duro di azionisti, cioè di soggetti che si impegnavano a realizzare determinate strategie e pertanto disponibili a pagare un premio sul prezzo di offerta al pubblico e a detenere le azioni per almeno un triennio.¹⁶⁰

Ma solo nel luglio del 1992 il governo Amato nominerà una commissione di esperti a supporto del ministro del Tesoro Piero Barucci, composta da Mario Draghi, direttore generale del Tesoro, e molti economisti e giuristi di chiara fama. Il mandato era quello di identificare le aziende che potevano essere cedute nell'immediato sul mercato e di fornire una prima valutazione di valore. La dismissione in vista della riduzione del debito pubblico e dei vincoli crescenti posti dall'Europa al finanziamento statale delle imprese pubbliche era ancora una volta l'obiettivo politico prevalente. Il rapporto, pubblicato nel novembre dello stesso anno¹⁶¹, forniva precise indicazioni che porteranno un decreto-legge, poi trasformato nella legge 474 del 1994¹⁶².

¹⁶⁰ Romano S., *L'Italia scappata di mano. Cause ed effetti della crisi nazionale*, Milano, Longanesi, 1993.

¹⁶¹ Ministero del Tesoro, *Il sistema creditizio e finanziario italiano. Relazione della commissione di studio istituita dal Ministero del Tesoro*, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, 1992.

¹⁶² Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 30 luglio 1994, n. 474 Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, Gazzetta Ufficiale, 30 luglio 1994. <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/1994/07/30/094G0517/sg>

A quel punto erano stati definiti molti aspetti fondamentali quali la necessità di istituire autorità di settore, la Golden share per le aziende strategiche e il voto di lista, ma mancava ancora un vero e proprio disegno strategico su quale modello di capitalismo avrebbe prevalso alla fine in Italia, una volta superato quello basato sulla diarchia pubblico privato. Beniamino Andreatta definiva quello italiano “un capitalismo senza mercato”, alludendo alla mancanza delle regole essenziali, prima di tutto di quelli a favore della concorrenza, riferita sia al mercato dei beni e servizi, sia quello del controllo proprietario. Dunque, occorre una riflessione profonda sulle riforme necessarie per dare finalmente all'Italia la cornice istituzionale degna di un paese avanzato¹⁶³.

3.3 Le imprese italiane e l'economia dopo le privatizzazioni

La struttura delle imprese italiane esce trasformata dalle privatizzazioni, ma nel complesso la *pars destruens* pesa più della *pars construens*. Il modello di economia mista che aveva prosperato per almeno un trentennio dal dopoguerra ne risulta quasi smantellato, per essere sostituito da un assetto disorganico, non somigliante né al modello anglosassone centrato sui mercati, ovvero quello dei fautori delle public companies, né a quello gerarchico francese, quello dei noccioli duri, e neanche a quello tedesco dell'economia sociale di mercato che avrebbe comportato un'ampia revisione dei rapporti fra welfare, imprese, sindacati e che nessuno ebbe l'energia economica e politica di imporre sul mercato italiano. Quindi, il nuovo assetto del capitalismo italiano nasce non secondo le idee di un'evoluzione consapevole, ma sotto la pressione delle urgenze create dalla crisi del 1992 prima, e senza regia e particolari riflessioni critiche dopo. Nella crisi si rivelano fragili tutti insieme i pilastri su cui poggiano le moderne democrazie di mercato, ovvero i partiti politici, sia di governo che di opposizione, e alcune delle strutture fondamentali dell'economia e della società.

Sulla base delle constatazioni effettuate fino a questo punto si rende doveroso individuare quello che è stato l'esito complessivo di questo travaglio normativo e di tutte le trasformazioni che si sono succedute in quegli anni. Dal 1960 ai tempi più recenti, l'economia italiana ha cominciato ad arretrare rispetto alle altre: probabilmente

¹⁶³ Romano S., *L'Italia scappata di mano. Cause ed effetti della crisi nazionale*, Milano, Longanesi, 1993.

il picco deve essere individuato esattamente nel 1981, considerando il raffronto con la media di paesi del G8. L'evidenza, a meno di qualche recupero di breve periodo, seguito a fasi di particolare flessione, è quella di un tasso di crescita dell'Italia sistematicamente più basso rispetto ai paesi più direttamente concorrenti nel corso degli ultimi quarant'anni. Questo genera un'evidenza lampante. In effetti, anche la forte ripresa dell'Italia dopo la pandemia da COVID-19, protagonista degli ultimi anni, più intensa rispetto agli altri paesi, non è destinata a perdurare. Il declino è invece particolarmente lampante dal 2000, quando si entra in una fase economica completamente nuova e con l'introduzione dell'euro si può ragionare su dati cosiddetti puliti, standardizzati con gli altri paesi europei, con prezzi correnti e non soggetti ad elaborazione statistica potenzialmente distorsiva come i dati a prezzi costanti, influenzati da cambi di valute di monete nazionali e comparando paesi prive di barriere doganali reciproche.¹⁶⁴ Questa è una divergenza che si manifesta con gradualità nei primi anni, a dimostrazione dell'impatto relativamente modesto del cambio della moneta, ampliandosi sia dopo la crisi del 2008 sia dopo quella del 2011¹⁶⁵.

Ora però si rende necessario individuare la causa di tale differenza. Secondo la spiegazione più diffusa, l'origine del deficit di crescita accumulatosi negli anni è da ricercarsi nell'andamento sfavorevole della produttività dell'Italia rispetto ai concorrenti. La spiegazione basata sulla produttività appare immediatamente ragionevole: è coerente con la teoria economica, specialmente quella prevalente della *supply driven*¹⁶⁶ ed è stata largamente accettata, al punto da indirizzare per più di un ventennio non solo il dibattito fra i tecnici ma anche internamente alla politica economica. In tale dibattito ci si è molto concentrati sulla ricerca delle cause del fenomeno, ponendo grande considerazione sulle origini strutturali, di volta in volta riconducibili alle peculiarità del modello di specializzazione italiano, alla carente permeabilità del sistema dell'innovazione tecnologica, insieme a numerosi e vari fattori frenanti (quali, ad esempio, fisco, giustizia e pubblica amministrazione). L'interpretazione più diffusa e largamente utilizzata, quindi, è comunque quella basata

¹⁶⁴ Le distorsioni statistiche riguardano in particolare il calcolo dei deflettori dell'export, basati su valori medi unitari che incorporano effetti qualità difficili da depurare. Anitori P., Causo M.S., De Santis G., *Alcune considerazioni sulla qualità degli indici dei valori medi unitari del commercio estero*, in Rivista di Statistica Ufficiale, n.2-3, 2010, pp.5-59.

¹⁶⁵ *Ibidem*.

¹⁶⁶ Per approfondimenti si veda: Micheli F., *Il lavoro nelle catene globali del valore. Strumenti e tecniche di tutela*, Giappichelli editore, Torino, 2023.

sulla rigidità del mercato del lavoro, ereditata dai conflitti degli anni Settanta ed è quella che ha influenzato in modo più diretto il pensiero economico e l'azione politica.

Da questa teoria sono derivate le riforme del mercato del lavoro messe in atto a più riprese a partire dalla fine degli anni Novanta da governi di diverso orientamento politico e con l'ottima intenzione di rendere più flessibile, in nome della produttività, l'uso della forza lavoro, rimuovendo in tal modo quella che era ritenuta l'origine profonda e generale dei problemi. Le riforme del mercato del lavoro si sono susseguite e l'Italia alla fine è diventata un paese ad altissima flessibilità, almeno con riferimento al segmento dei lavoratori non a tempo pieno, il cui grado di protezione misurato dall'Ocse è passato da un indice vicino al massimo nel 1990 (4,88 sul sei) ad uno vicino al minimo di 1,63 in tempi più recenti (2015). Nello stesso tempo la quota del lavoro a tempo parziale è drammaticamente aumentata¹⁶⁷. Con riferimento alla fascia di lavoratori di giovane età, compresa tra i 15 e i 24 anni, passa dal 10% del 1990 al 65% del 2017. Purtroppo, i dati dell'ultimo ventennio dicono che nonostante quelle riforme, la bassa crescita e la bassa produttività hanno continuato a caratterizzare l'economia italiana.

In realtà, la spiegazione è basata sulla produttività del fattore lavoro che risulta essere eccessivamente semplicistica, più politica che scientifica, e che rischia di “spiegare troppo”, come rilevato da Nardozi: la simultaneità dei due fenomeni, ovvero bassa e crescita ridotta produttività del lavoro, è vera ma non dice nulla sulla direzione di causalità, perché la produttività può essere anche l'effetto e non solo la causa della bassa crescita¹⁶⁸. Se la cattiva produttività fosse davvero la prima causa dei problemi, allora si potrebbero trovare gli effetti nella manifattura e nelle esportazioni, che sono direttamente esposti alla concorrenza internazionale e, quindi, dipendenti sia dall'efficienza con cui i fattori di produzione sono impiegati nei confronti dei concorrenti, sia dai relativi costi.

Quindi, se il problema è la produttività, allora è la manifattura la principale indiziata e le esportazioni dovrebbero essere le prime vittime. Secondo l'evidenza, l'Italia resta il

¹⁶⁷ Nardozi G., *Miracolo e declino. L'Italia tra concorrenza e protezione*, Roma, Bari, Laterza, 2004.

¹⁶⁸ Secondo la legge non neoclassica di Kaldor-Verdoorn e il tasso di crescita della produzione determinare quello della produttività, con un coefficiente di elasticità propositivo inferiore all'unità. Per un'applicazione al caso italiano si veda Piacentini P., Prezioso S., *Differenziali di crescita e produttività: l'interazione fra fattori di domanda ed offerta nel caso italiano*, Rivista Italiana degli Economisti, Vol.12, no.1.

secondo paese manifatturiero d'Europa, ma il valore aggiunto della manifattura italiana cresce nel ventennio che va dal 2000 al 2019 del 22%, mentre quello dell'eurozona del 45%. La differenza tra il PIL effettivo e quello che avremmo avuto se fossimo rimasti in linea con gli altri paesi dell'Eurozona, secondo gli studiosi, nel 2019 ammonta a circa 284 miliardi di euro di ricchezza non prodotta, e poiché la manifattura non pesa molto, la divergenza spiega 49 dei 284 miliardi di mancata crescita che gli studiosi hanno rilevato. Quindi, la manifattura non ha responsabilità determinanti nella bassa crescita dell'economia.¹⁶⁹ Però, si rende lampante quello che è il punto debole in Italia, ovvero non la carenza generale di produttività del lavoro, ma nell'anomalia della struttura dimensionale della manifattura e nell'eccessivo peso di piccole e piccolissime imprese¹⁷⁰. La bassa produttività sarebbe quindi l'effetto di una distorsione della struttura, piuttosto che la causa diretta del malfunzionamento dell'economia italiana.

In questo ambito rientra la questione della grande impresa, uscita indebolita dal decennio della grande trasformazione. La debolezza della grande impresa non ha eguali nei paesi concorrenti e in Italia ha prodotto un vuoto che alla fine si è rivelato incolmabile nell'assetto competitivo dell'economia e quindi nel suo potenziale di crescita, e che alla fine si traduce in una minore crescita del PIL.

Al fine di costruire un'evidenza statistica, è necessario notare che nell'industria manifatturiera italiana le grandi imprese, ovvero quelle imprese con più di 250 dipendenti, nei primi anni del 2000 pesavano per il 41% del fatturato manifatturiero, contro il 63% della Francia il 70% della Germania. Nel 2019 il divario risulta maggiormente accentuato: l'Italia resta al 46% mentre Francia e Germania sono cresciute entrambe all'80%. Dominano, quindi, gli effetti di composizione legati alla struttura dimensionale delle imprese italiane¹⁷¹. A questo punto è stato ripreso di recente dal governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, che in un discorso del 2020 ha recitato *"Italy had the same firm structure as Germany, its average labour*

¹⁶⁹ «Reconsidering Italy» as a Late Comer in the European Development: Some Observations on the Structure and Recent Performance of the Manufacturing Sector." Giuliano Conti and Pietro Modiano.

¹⁷⁰ Amatori F., Bugamelli M., Colli A., *Italian firms in history: size, technology and Entrepreneurship*, paper presentato alla conferenza "Italy and the World Economy, 1861-2011", Roma, Banca d'Italia, 2011.

¹⁷¹ Conti G., Modiano P., *"Reconsidering Italy" as a Late Comer in the European Development: some observations on the structure and recent performance of the manufacturing sector*, L'Industria, n.2, 2012.

productivity would have been more than 20 percent higher, surpassing Germany”. Confrontando i singoli segmenti dimensionali dell'industria manifatturiera l'uno con l'altro, l'Italia è effettivamente migliore se confrontata con la Germania in tutte le categorie di PMI. Ma poiché la grande impresa si caratterizza per dati di produttività più elevati, includendo anche l'economia di scala, il suo ridotto peso spiega per intero il divario negativo che si riscontra a livello aggregato.¹⁷²

Le conseguenze della debolezza della grandi imprese italiane vanno al di là dei loro termini statistici. Esiste una correlazione ovvia non solo fra dimensioni di imprese e produttività, ovvero il dato alla base del giudizio del governatore della Banca d'Italia, ma anche fra dimensioni di impresa e dotazioni tecnologiche, internazionalizzazione, capacità di esportare: *“The firm size is positively correlated with innovation, internationalisation, adoption of advanced technology, ability to face new competitive challenges; through all these challenges larger firms record higher productivity, surely levels, often growth rates”*¹⁷³. In conclusione, senza grandi imprese, la produttività del sistema rimane bassa, rendendo difficile competere, innovare e internazionalizzarsi.

3.3.1 *Ulteriori considerazioni*

Da quanto evidenziato fino ad ora la bassa produttività è l'effetto di una distorsione della struttura dell'economia italiana, caratterizzata da un peso eccessivo delle piccole imprese dovuto anche al fatto che la grande impresa è uscita malconcia dalle privatizzazioni. Naturalmente da questa bassa produttività ne consegue una più bassa crescita economica del PIL italiano rispetto agli altri paesi europei. Quindi in questo ambito le privatizzazioni non sono state in grado di realizzare uno degli obiettivi originari esplicitati nel 1992 nel “Programma di riordino di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL, INA”, ovvero quello di rinforzare la grande impresa e i grandi gruppi industriali, in modo che potessero essere in grado di competere in ambito internazionale. Essi,

¹⁷² Amatori F., Bugamelli M., Colli A., *Italian firms in history: size, technology and Entrepreneurship*, paper presentato alla conferenza “Italy and the World Economy, 1861-2011”, Roma, Banca d'Italia, 2011.

¹⁷³ Traduzione: “Le dimensioni dell'impresa sono positivamente correlate con l'innovazione, l'internazionalizzazione, l'adozione di tecnologie avanzate, la capacità di affrontare nuove sfide competitive; attraverso tutte queste sfide le imprese più grandi registrano una maggiore produttività, sicuramente livelli e spesso tassi di crescita”. Per maggiori informazioni, si veda: Amatori F., Bugamelli M., Colli A., *Italian firms in history: size, technology and Entrepreneurship*, paper presentato alla conferenza “Italy and the World Economy, 1861-2011”, Roma, Banca d'Italia, 2011.

anziché cogliere l'opportunità per rilanciarsi, hanno adottato un comportamento prevalentemente difensivo e opportunistico: non hanno approfittato delle privatizzazioni per investire in innovazione e crescita ma hanno riposizionato il proprio business alla ricerca di rendite di posizione in settori protetti dalla concorrenza (come ad esempio le telecomunicazioni, le autostrade o i servizi regolati). Pertanto, il periodo delle privatizzazioni si può dire che è stata un'occasione per pochi di guadagnare nel breve periodo, piuttosto che uno strumento ideato per modernizzare il sistema produttivo. Difatti è importante notare che non sono emersi nuovi attori sul mercato finanziario italiano né sono nate imprese capaci di giocare un ruolo di primo piano a livello internazionale e, escludendo alcune rare eccezioni, gli industriali hanno colto l'occasione delle privatizzazioni per riposizionare il loro business alla ricerca di rendite residuali quasi monopolistiche. Infatti, a questo proposito, gli studiosi evidenziano che sia per le società dei settori protetti che per le aziende operanti in settori competitivi vi è un incremento della redditività evidenziato in seguito alla privatizzazione, ma solo nel primo caso la relazione è statisticamente significativa.¹⁷⁴ Pertanto questi dati suggeriscono l'idea che l'aumento di redditività sia soprattutto dovuto al fatto che le aziende operanti in quei settori hanno approfittato della loro posizione quasi monopolistica piuttosto che a un incremento consistente nell'efficienza di gestione. Tutto questo è stato favorito da una classe politica compiacente e incapace di strutturare un assetto istituzionale efficace in tema di regolamentazione. Naturalmente questa incapacità è stata aggravata dalla continua instabilità politica (basta pensare che dal 1992 al 2005 si sono susseguiti ben 8 governi diversi) che non ha permesso di attuare riforme incisive ma anzi ha favorito una visione più opportunistico e di breve termine, che ha portato alla tendenza a prendere decisioni più per esigenze immediate che per una visione strategica di lungo termine.

Un ulteriore risultato delle privatizzazioni è stato un capitalismo disorganico, in cui manca un modello coerente, poiché nonostante il vecchio sistema di economia mista sia stato smantellato non si è riusciti a creare un nuovo assetto in grado di promuovere lo sviluppo industriale e tecnologico: questo è chiaro se si considera che (a prescindere dal metodo di vendita utilizzato) l'assetto proprietario più comune è il controllo statale (di minoranza) o il controllo di un privato mentre la strategia volta a costituire dei

¹⁷⁴ E. Barucci, F. Pierobon, *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci, Roma 2007

«noccioni duri» stabili e/o public company si può dire sostanzialmente fallita.¹⁷⁵ Dunque l'Italia non è riuscita ad adottare né il modello anglosassone delle public companies, né quello tedesco dell'economia sociale di mercato, né quello francese dei grandi gruppi nazionali protetti dallo Stato, il risultato è stato una struttura produttiva fragile, dominata da piccole e medie imprese poco capitalizzate e con scarso accesso al mercato finanziario, mentre le poche grandi imprese sopravvissute si sono concentrate nei settori regolati o protetti.

3.4 Le privatizzazioni in Italia: il chiaroscuro

Dopo aver delineato le conseguenze negative che si sono susseguite in Italia in seguito al processo di privatizzazione, si rende necessario individuare quelle che sono state definite come le “luci” del medesimo processo, dal punto di vista macroeconomico. Innanzitutto, per quanto riguarda le privatizzazioni in Italia, sia il numero di cessioni effettuate che i valori ricavati risultano significativi, tanto in termini assoluti quanto in confronto ad altri paesi europei ed extraeuropei. Questo risultato emerge chiaramente dallo studio della Corte dei conti¹⁷⁶ che, utilizzando i dati di Privatization Barometer del periodo compreso tra il 1977 e il primo semestre del 2007, ha evidenziato le posizioni che occupa l'Italia a livello mondiale in termini di:

- ricavi, in cui occupa il secondo posto (152 miliardi €) dopo il Giappone (168 miliardi €), prima di Francia (124 miliardi €), Regno Unito (110 miliardi €) e Germania (98 miliardi €);
- numero di transazioni, in cui ricopre il settimo posto (114 transazioni) dopo Polonia (275 transazioni), Ungheria (177 transazioni), UK (193 transazioni), Germania (182 transazioni), Australia (150 transazioni), Francia (148 transazioni).

Nonostante questi dati possano far trasparire un'intenzione sincera di privatizzare da parte del mondo politico italiano, uno sguardo più approfondito fa emergere che, tra il 1992 e il 2005, solo il 30% del valore delle dismissioni è stato interessato da una

¹⁷⁵ Barucci E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Carocci editore, Roma, 2006.

¹⁷⁶ Corte dei Conti (2010), *"Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche"*. Roma, 10 febbraio 2010.

cessione del controllo statale: durante gli anni '90 si sono registrate privatizzazioni "effettive" mentre negli anni duemila sono state pressochè assenti.¹⁷⁷

Per avere un quadro più aggiornato dell'andamento delle privatizzazioni in Italia è utile analizzare i dati dettagliati del MEF sulle operazioni di dismissione avvenute dal 1994 (si parte da questa data perché è con la legge 474 di quell'anno che nasce l'obbligo per il Ministero di rilevare le privatizzazioni) al 30/09/2016, pertanto, a tal proposito si fornisce la seguente tabella nel quale si riportano per ciascun anno i seguenti valori: introiti netti, introiti lordi, oneri complessivi (comprensivi quindi quelli al closing e quelli pagati successivamente) e numero di operazioni.

ANNO	INTROITI NETTI [MLD €]	INTROITI LORDI [MLD €]	ONERI COMPLESSIVI [MLN €]	N° OPERAZIONI
1994	3,123	3,267	143,196	2
1995	4,481	4,596	115,011	3
1996	6,340	6,525	185,026	3
1997	19,168	19,684	516,000	5
1998	9,951	10,175	223,805	2
1999	18,287	18,610	323,127	3
2000	0,582	0,584	2,070	4
2001	2,864	2,888	24,188	6
2002	1,530	1,534	4,305	6
2003	16,588	16,600	12,793	7
2004	7,518	7,652	133,224	2
2005	4,053	4,120	66,590	4
2006	0	0	0	0
2007	0	0	0	0
2008	0,017	0,017	0,029	1
2009	0,666	0,666	0,006	2
2010	0,000088	0,000088	0,000	2
2011	0	0	0	0
2012	8,783	8,783	0,000	3
2013	0	0	0	0
2014	0,034	0,034	0,030	2
2015	5,264	5,279	14,512	2
2016	2,482	0,835	5,284	2
TOTALE	111,730	111,847	1.769,196	61

Tabella 3 - Introiti netti, introiti lordi, oneri complessivi (comprensivi quindi quelli al closing e quelli pagati successivamente) e numero di operazioni per ciascun anno dal

¹⁷⁷ Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci Editore, Roma 2007

1994 al 2016. Fonte – rielaborazione dati da https://www.de.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Riepilogo_delle_privatizzazioni_del_Ministero_dal_01-01-1994_al_30-09-2016_xEuro_milionix.pdf

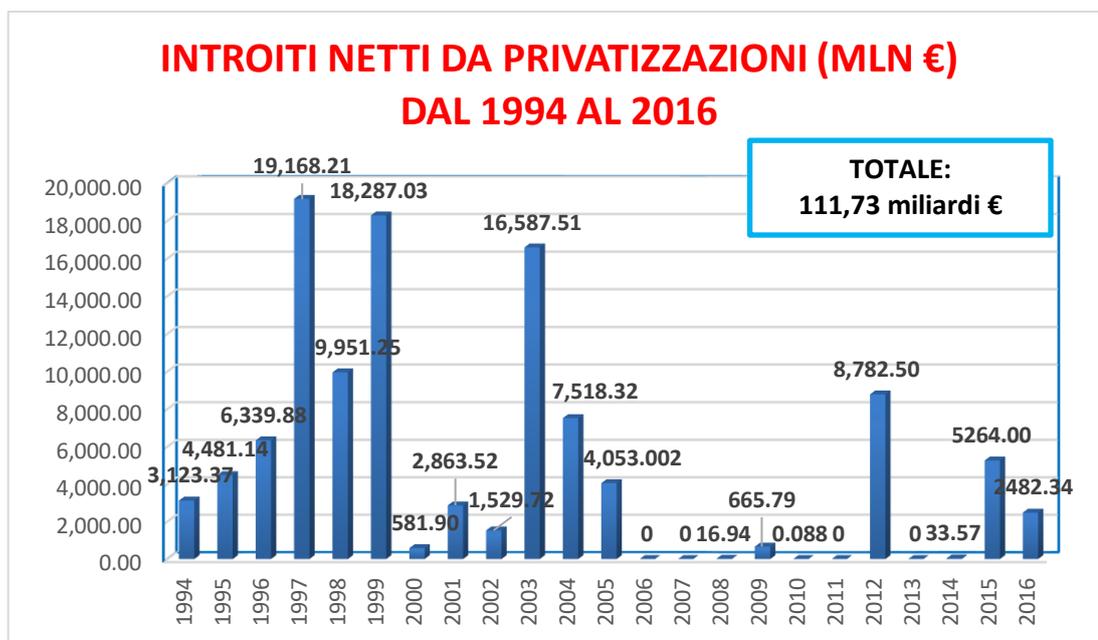


Grafico 1 – Introiti netti (in milioni di €) da privatizzazioni dal 1994 al 2016. Fonte – rielaborazione dati da https://www.de.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Riepilogo_delle_privatizzazioni_del_Ministero_dal_01-01-1994_al_30-09-2016_xEuro_milionix.pdf

Il quadro che emerge da questi dati evidenzia una forte concentrazione delle operazioni nella seconda metà degli anni '90, con picchi di introiti netti nel 1997 (circa 19,2 miliardi di euro) e nel 1999 (circa 18,3 miliardi di euro), tuttavia si nota che dal 2000 in poi, ad esclusione di un ulteriore picco (circa 16,6 miliardi di euro) nel 2003, i numeri iniziano a diminuire in modo significativo, infatti in diversi anni (2006, 2007, 2008, 2010, 2011, 2013 e 2014) le privatizzazioni sono addirittura assenti (o comunque irrisorie). Dal 2012, anno in cui si evidenzia nuovamente un dato significativo (di circa 8,8 miliardi di euro), c'è un ritorno di valori rilevanti ma è importante notare che il trend è decisamente minore e meno continuo rispetto al passato, quindi, nel complesso

i dati suggeriscono che le grandi privatizzazioni italiane è stato un fenomeno particolarmente rilevante tra gli anni '90 e i primi anni del secondo millennio.

Un'ulteriore considerazione riguarda le cinque società da cui lo Stato ha ricavato di più tra il 1994 e il 2016 le quali vengono presentate nella tabella 4 in ordine decrescente di introiti netti. La prima è Enel, la cui prima cessione è avvenuta nel novembre 1999 mentre l'ultima nel febbraio 2015, per un totale del 90,79% ceduto e introiti netti pari a circa 35,9 miliardi di euro; la seconda è ENI, con la prima cessione nel novembre 1995 e l'ultima nel dicembre 2003, per un totale del 79,65% ceduto e introiti netti pari a circa 28,8 miliardi di euro; la terza è Telecom Italia, la cui prima tranche è avvenuta nel novembre 1997 mentre la seconda nel dicembre 2002, per un totale del 31,85% ceduto e introiti netti pari a circa 12,9 miliardi di euro; la quarta è SACE con una sola cessione avvenuta nel novembre 2012 che ha fruttato circa 6 miliardi di euro in cui il MEF ha ceduto l'intera quota (100%) alla Cassa Depositi e Prestiti (è importante notare che la privatizzazione di questa società non può essere definita "sostanziale", in quanto non c'è stato un passaggio di proprietà da un soggetto pubblico a uno privato); infine, la quinta è Poste Italiane, con due cessioni, la prima nel dicembre 2003 e la seconda nell'ottobre 2015, per un totale del 70% ceduto e introiti netti pari a circa 5,6 miliardi di euro.

SOCIETA'	QUOTA DI CAPITALE CEDUTA	INTROITI NETTI [MLD €]	INTROITI LORDI [MLD €]	ONERI COMPLESSIVI [MLN €]	N° OPERAZIONI
Enel	90,79%	35,94	36,45	501,381	7
ENI	79,65%	28,78	29,42	640,571	6
Telecom Italia	31,85%	12,94	13,25	311,059	2
SACE	100,00%	6,05	6,05	0	1
Poste Italiane	70,30%	5,62	5,63	14,415	2

Tabella 4 – Le 5 società da cui lo Stato ha ricavato più introiti netti tra il 1994 e il 2016.

Fonte – rielaborazione dati da https://www.de.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Riepilogo_delle_privatizzazioni_del_Ministero_dal_01-01-1994_al_30-09-2016_xEuro_milionix.pdf

Un dato positivo, assolutamente non marginale, riguarda il beneficio per la finanza pubblica. Le privatizzazioni, infatti, hanno comportato una diminuzione del debito

pubblico, con un conseguente risparmio di interessi passivi. Infatti, tramite il Fondo per Ammortamento dei titoli di Stato, dal 1994 al 2005 l'Italia è stata in grado di ridurre ogni anno in media lo 0,91% dello stock dei suoi titoli in circolazione, per un importo totale corrispondente allo 0,77% del suo intero debito pubblico. In tale periodo è da segnalare una diminuzione del debito (dovuta all'impatto delle privatizzazioni) di particolare rilievo tra il 1997 e il 2001.¹⁷⁸ A questi dati si aggiungono le considerazioni della Corte di Conti¹⁷⁹ che, nel 2010, ha constatato che, senza le privatizzazioni, nel 2008 il Belpaese avrebbe avuto un debito maggiore di 11,8 punti percentuali rispetto al PIL (pari al 118% del PIL invece del 106,2%), tuttavia, è importante sottolineare una nota negativa: se si fosse rispettato il piano di dismissioni previsto dal Dpef 2005-2008, nello stesso anno, si sarebbe raggiunto un livello del 100% debito/PIL. Per quanto riguarda, invece, il risparmio indotto degli interessi passivi sul debito conseguito tra il 1994 e il 2008, la CdC riporta una cifra pari a 38,2 miliardi €.

Infine, un ulteriore aspetto positivo delle privatizzazioni si riscontra nello stimolo allo sviluppo dei mercati finanziari e alla diffusione dell'azionariato in Italia. Il mercato italiano che all'inizio degli anni '90 si mostrava poco sviluppato ha trovato nelle privatizzazioni un'opportunità di espansione: in poco meno di un decennio gli istituti di credito passando dal controllo pubblico a quello privato hanno affrontato un processo di riorganizzazione incredibile. Anche grandi aziende statali sono state vendute sul mercato, aumentando il numero di società quotate in Borsa. L'impatto è stato impressionante, infatti nel 2007, le aziende privatizzate corrispondevano al 59% della capitalizzazione borsistica e il 65% dei volumi scambiati. Per evidenziare l'evoluzione di questo fenomeno la Corte dei Conti fornisce ulteriori dati: dal 1992 al 2007, la capitalizzazione del nostro mercato azionario è aumentata di ben sette volte dal punto di vista nominale ed è triplicata in termini percentuali rispetto al PIL; nello stesso periodo il volume scambiati sono incrementati di quasi 60 volte e il *turnover* è passato dal 25,2% al 208,3%.¹⁸⁰ Per contestualizzare meglio questi dati la Corte dei Conti ci tiene a sottolineare quanto segue: l'incremento impressionante documentato non è ascrivibile in maniera esclusiva alle dismissioni, infatti, sebbene il loro tributo sia stato rilevante, interpretano un contributo significativo soprattutto fattori come tassi

¹⁷⁸ Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci Editore, Roma 2007

¹⁷⁹ Corte dei Conti (2010), *"Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche"*. Roma, 10 febbraio 2010.

¹⁸⁰ Corte dei Conti (2010), *"Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche"*. Roma, 10 febbraio 2010.

più bassi, stabilità monetaria e integrazione europea. Inoltre, per analizzare questo fenomeno può essere utile confrontare i dati nostrani con quelli di altri paesi industrializzati e in questo ci viene nuovamente in aiuto la CdC, la quale osserva che, alla fine dell'anno 2000, i risultati italiani riguardanti l'estensione del mercato e gli scambi, dovuti alle società privatizzate, sono decisamente maggiori rispetto alla media OCSE.

Le privatizzazioni presenti sul mercato azionario hanno catturato l'interesse dei piccoli risparmiatori, così come mostra sia uno studio di Mediobanca svolto nel 2001 che le indagini svolte dalla Borsa italiana. Molti si sono affacciati per la prima volta al mercato azionario grazie al fenomeno delle privatizzazioni. Infatti, negli anni intercorsi tra il 1995 e il 2003 si è registrato un notevole incremento (pari al 27%) della partecipazione azionaria da parte delle, con picco nel 2001. Per quanto riguarda quella estera vi è stato un incremento (del 40%) fino al 1999 con un successivo assestamento su valori più sobri negli anni a venire, mentre non si riscontrano variazioni degne di nota sul fronte della quota di investitori istituzionali che si mantiene pressochè costante.¹⁸¹

Uno degli obiettivi del processo di privatizzazione è far sì che le imprese cedendo il controllo statale possano, tramite migliori sistemi di governance, sia incrementare l'efficienza in termini di redditività e produttività sia riorganizzare l'assetto aziendale (diminuzione del personale e del debito, aumento degli investimenti).

Nel caso italiano, i risultati di un'analisi svolta dagli studiosi Barucci e Pierobon parlano di una situazione mediamente positiva ma con note negative. Innanzitutto, partendo dalle sfumature positive, dopo la privatizzazione si è registrato un incremento statisticamente significativo della profittabilità delle aziende su 2 indici (ROS e EBIT/Ricavi) confermando quanto previsto dalla letteratura economica empirica. Parallelamente emerge però una riduzione debolmente significativa dal punto di vista statistico del rapporto ricavi su mezzi propri, probabilmente generata da una ripatrimonializzazione delle stesse. Il fatturato al netto dell'inflazione aumenta con significatività del 5% pertanto l'incremento non è dovuto a un aumento generale dei prezzi, ma da una crescita reale del volume d'affari. Per quanto riguarda l'impatto sull'occupazione non si evidenziano variazioni: vi è solo una diminuzione nel senso

¹⁸¹ Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci Editore, Roma 2007

stretto del termine ma non statisticamente significativa. Ricavi, attivo e utili, ciascuno in rapporto al numero dei dipendenti, registrano una crescita significativa (si noti che per i primi 2 la significatività è alta): pertanto con la dismissione si è realizzato un miglioramento delle efficienza gestionale. Osservando gli altri indici vengono conclusioni meno positive. I 2 indicatori relativi alla struttura degli investimenti mostrano che la privatizzazione non porta loro cambiamenti nel senso statistico del termine; situazione identica si ha se si considerano gli indici della struttura patrimoniale. Infine, con la dismissione si osserva un incremento con rilevanza statistica del tasso di pagamenti dei dividendi. Quest'ultimo risultato appare in parte contraddittorio siccome ad un miglioramento della redditività e della produttività non si evidenzia un aumento degli investimenti. Agli studiosi, pertanto, non è chiaro se questa mancanza di investimenti dipenda dal fatto che l'impresa, prima di essere privatizzata, disponeva in eccesso di impianti, macchinari e risorse oppure che abbia avuto la meglio l'intenzione di remunerare gli shareholders. Anche se è plausibile che quest'ultima sia la reale motivazione.¹⁸²

VARIABILE	MEDIA		MEDIANA		WILCOXON	
	(pre)	(post)	(pre)	(post)	N	T-stat
ROS	0.83%	4.16%	2.82%	3.82%	51	2.06**
ROA	-0.14%	1.10%	0.89%	1.15%	51	0.98
Ebit / Ricavi	5.38%	8.86%	6.65%	7.14%	51	1.85*
Ebit / Attivo	3.04%	4.34%	3.90%	2.63%	51	1.16
Ricavi / Mezzi propri	4.18	2.12	2.01	1.66	51	1.91*
Ricavi deflazionati	0.964	1.101	0.944	1.058	51	2.49**
Dipendenti	1.011	1.016	0.998	0.985	51	0.31
Vendite / Dipendenti	0.969	1.098	0.939	1.052	51	3.07***
Utili / Dipendenti	-5.733	2.967	0.687	0.987	51	2.14**
Attivo / Dipendenti	0.928	1.180	0.926	1.137	51	4.68***
Mezzi propri / Attivo	28.74%	31.13%	25.57%	31.79%	51	0.86
Debiti Finanziari / Attivo	22.77%	24.38%	18.55%	23.63%	37	1.37
Investimenti / Ricavi	8.53%	10.57%	4.66%	5.34%	33	0.53
Imm. Tecniche / Attivo	36.02%	35.59%	34.06%	34.53%	41	0.51
Dividendi / Utili	31.64%	47.17%	14.44%	43.53%	32	2.54**

Tabella 5 - Valori medi e mediani di alcuni indicatori di bilancio prima e dopo la privatizzazione. Note: ***, ** e * indicano la significatività all'1%, al 5% e al 10%

¹⁸² E. Barucci, F. Pierobon, Le privatizzazioni in Italia, Carocci, Roma 2007

rispettivamente. Fonte: E. Barucci, F. Pierobon, *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci, Roma 2007

Analizzando i risultati di ulteriore studio, in cui si indaga più nel dettaglio il settore in cui rientra l'impresa privatizzata, emerge che l'incremento della produttività è particolarmente accentuato sia laddove la concorrenza è meno forte sia nel settore della finanza. In particolare un'analisi più dettagliata sul primo caso indica che quel risultato sia il frutto dello sfruttamento di una condizione di quasi monopolio piuttosto che del miglioramento dell'efficienza gestionale.

In conclusione, ipotizzando che l'intervento dello Stato nella impresa abbia una ragione economica, è necessario comprendere come questo deve avvenire. Secondo la dottrina maggiormente accettata, tale intervento deve avvenire tramite una società quotata. Cioè, lo stato deve comportarsi come un investitore istituzionale che richiede una remunerazione dal proprio capitale investito, contenuta in un periodo di medio lungo termine, con una limitata rischiosità e lasciando un'ampia autonomia di azione di gestione al management. Se applicato con queste condizioni, la presenza dello Stato nella impresa e la relativa quotazione sul mercato, presentano un effetto positivo: *“funziona da meccanismo di governance in quanto espone la società al controllo del mercato e limita le inefficienze dell'organizzazione pubblica”*¹⁸³. Quindi, l'intervento diretto dello Stato nell'economia non è destinato a scomparire ma deve essere inteso come l'eccezione, ovvero deve essere lineare e deve essere soprattutto motivato, sul piano dell'analisi economica, sia in termini macro che micro, da un'attenta valutazione dell'efficacia della regolamentazione.¹⁸⁴

¹⁸³ Micossi S., *Le privatizzazioni in Italia: qualche utile lezione*, in *Italianieuropei*, Vol. 2, 2007, pp.69-78.

¹⁸⁴ *Ibidem*.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro di tesi si è proposto l'obiettivo di analizzare il fenomeno delle privatizzazioni, l'iter legislativo necessario alla sua realizzazione ed applicazione in vari contesti, nel campo internazionale e con un particolare riferimento a quello italiano. Da quanto evidenziato nei precedenti capitoli è possibile trarre delle conclusioni in merito al processo di privatizzazione In Italia.

In primo luogo, è possibile stabilire come il fenomeno delle privatizzazioni abbia contribuito al risanamento della finanza pubblica. Rispetto a tale tema, l'evidenza è sicuramente positiva, nonostante la gestione delle imprese pubbliche all'inizio degli anni 90 fosse in larga misura inefficiente. In secondo luogo, le privatizzazioni hanno contribuito ad un miglioramento e allo sviluppo dei mercati finanziari, infatti nell'arco di 15 anni la capitalizzazione del nostro mercato azionario è aumentata di ben sette volte dal punto di vista nominale e il volume degli scambi sono incrementati di quasi 60 volte. In terzo luogo, le privatizzazioni non hanno portato a una vera democratizzazione della proprietà azionaria, siccome gli assetti proprietari sono rimasti instabili e si è assistito ad un fallimento del tentativo di creare public companies (si noti anche il tentativo di creare il cosiddetto "nocciolo duro" ha avuto la stessa sorte).

Il quarto ed ultimo punto più interessante è relativo al rafforzamento della posizione sul mercato nazionale dei gruppi industriali italiani. Infatti, a seguito delle privatizzazioni, non sono emersi nuovi attori sul mercato finanziario e alcuni grandi gruppi industriali hanno colto l'occasione delle privatizzazioni per riposizionare il proprio business alla ricerca di rendite quasi monopolistiche ma residuali. Quindi, a meno di determinate eccezioni, le privatizzazioni non hanno direttamente contribuito alla crescita, da un punto di vista puramente dimensionale, dei grandi gruppi industriali italiani. Questo in realtà presenta degli effetti chiaroscuri. Infatti, se da un lato, puramente quantitativo, le privatizzazioni hanno contribuito a risanare la finanza pubblica e a promuovere lo sviluppo dei mercati finanziari, non si può non evidenziare quanto tale fenomeno sia stato anche una mancata occasione per rilanciare la gestione delle imprese. Rispetto a questo tema ci si riferisce all'assenza di un effetto sugli investimenti e all'aumento del payout rate nonostante il recupero di produttività associato ad un aumento (sebbene non generalizzato ma specifico a determinati settori) di redditività che quindi mettono in evidenza una operazione di finanziarizzazione

della gestione della società privatizzate che accomuna le società controllate dallo stato, in evidente conflitto di interessi riguardo all'attività delle autorità di vigilanza, e quelle controllate dai privati. Inoltre, è mancato quasi del tutto un adeguamento del ruolo dello Stato italiano nell'affermarsi di tale nuovo scenario: mentre le società privatizzate a controllo pubblico sono state molto timide nello sviluppare investimenti nel portare avanti progetti di crescita a livello internazionale, il ruolo dello Stato è stato interpretato semplicemente come attività di regolamentazione, non sempre efficace, e di percezione dei frutti delle partecipazioni.

Secondo larga parte della dottrina, sarebbe stato difficile immaginare un esito migliore nella gestione dell'estrazione delle risorse ma allo stesso tempo mettendo assieme gli aspetti positivi e negativi non si può dire che vi sia stato un evidente progresso nella competitività del sistema produttivo italiano, siccome la crescita economica italiana dopo le privatizzazioni continua ad essere modesta: sicuramente i risultati peggiori si individuano nell'incapacità politica di definire assetti proprietari duraturi e di strutturare un assetto istituzionale efficace in tema di regolamentazione.¹⁸⁵

¹⁸⁵ E. Barucci, F. Pierobon, *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci, Roma 2007

BIBLIOGRAFIA

Alchian, A., Demsetz, H. (1973), The property right paradigm, *Journal of Economic History*, 33 (17), 16-27.

Amato G., Graziosi A., *Grandi illusioni. Ragionando sull'Italia*, Bologna, Il Mulino, 2013.

Amatori F., Brioschi F., *Le grandi imprese private: famiglie e coalizioni*, Barca, 1997

Amatori F., Bugamelli M., Colli A., *Italian firms in history: size, technology and Entrepreneurship*, paper presentato alla conferenza "Italy and the World Economy, 1861-2011", Roma, Banca d'Italia, 2011.

Andreatta B., *Efficienza operativa ed economicità di gestione nella logica della ricapitalizzazione delle casse di risparmio*, Banca Impresa e Società.

Anitori P., Causo M.S., De Santis G., *Alcune considerazioni sulla qualità degli indici dei valori medi unitari del commercio estero*, in *Rivista di Statistica Ufficiale*, n.2-3, 2010, pp.5-59

ASSONEEBB, *La trasformazione delle banche pubbliche*, Associazione Nazionale Enciclopedia della Banca e della Borsa, in: ISRF Lab, CGIL FISAC, *Breve storia delle trasformazioni bancarie*, Roma, 18 marzo 2013.

Barca F., *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*, Barca, 1997.

Barca F., *Storia del capitalismo italiano. Dal dopoguerra a oggi*, Roma, Donzelli, 1997

Barnett S. (2000), *Evidence on the Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatisation*, IMF Working Paper No. 130.

Bernardini, S., Cottarelli, C., Galli, G., & Valdes, C. (2019). *Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years*.

Barucci E., *Mercato dei capitali e corporate governance in Italia: convergenza o path dependence?*, Carocci editore, Roma, 2006.

Barucci E., Pierobon F., *Le privatizzazioni in Italia*, Carocci editore, Roma, 2007

Birdsall N., Nellis J. (2002), *Winners and Losers: Assessing the Distributional Impact of Privatization*, Centre For Global Development, CGD Working Paper Vol.6, May 2002.

Boardman, Anthony E., Claude Laurin and Aidan Vining (2000), *Privatization in Canada: Operating, Financial and Stock Price Performance With International Comparisons*, University of British Columbia, Vancouver.

Boettke, P. (2004), *An Austrian Economist Perspective on Transitional Political Economy*, *The Journal of the Hayek Society at London School of Economics*, pp 12-15.

Bonelli F., (1996), *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, Giuffrè.

Bordignon M., Virgadamo L., *Le privatizzazioni del Governo Meloni*, Osservatorio sui Conti Pubblici italiani, 2024

Borrelli F.S., Borrelli. *Corruzione e giustizia. "Mani Pulite" (1992-98) nelle parole del Procuratore Francesco Saverio Borrelli*, a cura di De Cesare C., Milano, Kaos, 1999

Boubakri, Narjess and Jean-Claude Cosset (1998), *The Financial and Operating Performance of Newly-Privatized Firms: Evidence From Developing Countries*, *J. Fin.*, 53

Boutchkova M. K., and Megginson W.L., (2000), *Privatisation and The Rise of Global Capital Markets*, *Financial Management Winter (2000)*.

Brennan, G; Buchanan, J (1985), *The Reason of Rules: Constitutional Political Economy*, Cambridge: Cambridge University Press. Buchanan, J; Tullock, G. (1989), *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Ann Arbor: The University of Michigan Press.

Buchanan, J. (1978), *Cost and Choice: An Inquiry into Economic Theory*, Chicago: The University of Chicago Press.

Cesarini F., Onado M., *Struttura e stabilità del sistema finanziario*, Bologna, Il Mulino, 1979.

Ciocca P., *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Torino, Bollati Boringhieri, 2000.

Coase, R. (1937), *The Nature of Firm*, *Economica*, Vol.4, pp.386-405.

Comei M., *La nazionalizzazione elettrica: il doppio shock*, Amatori, 2017, pp.68-89.

Confindustria, Audizione di Confindustria alla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati, in Indagine conoscitiva sul processo di privatizzazione in Italia, in Camera dei Deputati, 2005.

Consob, Linee di progetto per una riforma del mercato borsistico, Bollettino Consob, 30 aprile 1987

Conti G., Modiano P., "Reconsidering Italy" as a Late Comer in the European Development: some observations on the structure and recent performance of the manufacturing sector, L'Industria, n.2, 2012.

Corte dei Conti (2010), Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche. Roma, 10 febbraio 2010.

Craveri P., L'arte del non governo. L'inarrestabile declino della Repubblica italiana, Venezia, Marsilio, 2016.

Demsetz, H (1988), Ownership, Control and the Firm, Oxford: Basil Blackwell.

Dipartimento per la programmazione e il coordinamento della politica economica, Delibera numero 92 del 30 dicembre 1992, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, 18 febbraio 1993.

Drakic, M. (2004), Privatization in Transition Economies, Master Thesis, Postgraduate Studies, Entrepreneurial Economy.

D'Souza, Juliet and William L. Megginson (1999), The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms in the 1990s, J. Fin., 54.

D'Souza, Juliet; Robert Nash, and William L. Megginson. (2000), Determinants of Performance Improvement in Newly-Privatized Firms: Does Restructuring and Corporate Governance Matter?. University of Oklahoma, Norman, OK.

European Industrial Relations Observatory (EIRO) (1999), Privatisation and Industrial Relations, EIRO online.

Filippa L., Franzosi A., Capitalizzazione di borsa, settori istituzionali e portafoglio retail. Analisi dell'evoluzione recente, Borsa Italiana, BITNotes, n.2, 2001.

Galal, Ahmed, Leroy Jones, Pankaj Tandon and Ingo Vogelsang (1994), *Welfare Consequences of Selling Public Enterprises*, Oxford: Oxford University Press.

Gallo R., Iri Spa, Milano, Sperling&Krupfer, 1992.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, DECRETO LEGISLATIVO 20 novembre 1990, n. 356 Disposizioni per la ristrutturazione e per la disciplina del gruppo creditizio, Gazzetta Ufficiale, Roma, 18 dicembre 1990.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, DECRETO LEGISLATIVO 1 settembre 1993, n. 385 Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, Gazzetta Ufficiale, 30 settembre 1993.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, DECRETO LEGISLATIVO 24 febbraio 1998, n. 58 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, Gazzetta Ufficiale, 26 marzo 1998.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, DIRETTIVA DEL PRESIDENTE DEL CONSIGLIO DEI MINISTRI 30 giugno 1993 Accelerazione delle procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle S.p.a. derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici, Gazzetta Ufficiale, Roma, 5 luglio 1993.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 23 marzo 1983, n. 77 Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare, Gazzetta Ufficiale, 28 marzo 1983.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 2 gennaio 1991, n. 1 Disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari, Gazzetta Ufficiale, 4 gennaio 1991.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 23 dicembre 1999, n. 488 Ripubblicazione del testo della legge 23 dicembre 1999, n. 488, recante: Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2000), Gazzetta Ufficiale, Roma, 29 gennaio 2000.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 23 dicembre 2005, n. 266 Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2006), Gazzetta Ufficiale, Roma, 29 dicembre 2005.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 24 dicembre 2003, n. 350 Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004), Gazzetta Ufficiale, Roma, 27 dicembre 2003.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 27 dicembre 2002, n. 289
Ripubblicazione del testo della legge 27 dicembre 2002, n. 289, recante: "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2003)", corredato delle relative note. (Legge pubblicata in supplemento ordinario alla Gazzetta Ufficiale - serie generale - n. 305 del 31 dicembre 2002), Gazzetta Ufficiale, Roma, 15 febbraio 2003.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 27 ottobre 1993, n. 432
Istituzione del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, Gazzetta Ufficiale, Roma, 2 novembre 1993.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 28 dicembre 2001, n. 448
Ripubblicazione del testo della legge 28 dicembre 2001, n. 448, recante: "Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2002)", corredato delle relative note. (Legge pubblicata in supplemento ordinario alla Gazzetta Ufficiale - serie generale - n. 301 del 29 dicembre 2001), Gazzetta Ufficiale, Roma, 30 gennaio 2002.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 29 gennaio 1992, n. 35
Conversione in legge del decreto-legge 5 dicembre 1991, n. 386, recante trasformazione degli enti pubblici economici, dismissione delle partecipazioni statali ed alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica, Gazzetta Ufficiale, Roma, 31 gennaio 1992.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 30 luglio 1990, n. 218
Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico, Gazzetta Ufficiale, Roma, 6 agosto 1990.

Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, LEGGE 30 luglio 1994, n. 474
Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, Gazzetta Ufficiale, Roma, 30 luglio 1994.

Hayek, F. (1944), *The Road to Serfdom*, Global book, Novi Sad, Translation, 1997.

IRI, *Le privatizzazioni in Italia 1992-2000*, Edindustria, Roma novembre 2001

Jenkinson T. (1998), Corporate Governance and Privatisation Via IPO, Paper in Corporate Governance, State-owned Enterprises and Privatisation, OECD Proceedings, Paris, 1998.

Jeronimo, V., J. A. Pagan, and G. Soydemir (2000): Privatization and European Economic and Monetary Union, *Eastern Economic Journal*, 26, no 3.

Katsoulakos, Y., & Likoyanni, E. (2002). Fiscal and other macroeconomic effects of privatization. *Nota di Lavoro*, No. 113.2002, Fondazione Eni Enrico Mattei (FEEM)

Klein M. (1998) "Bidding For Public Concessions - The Impact Of Contract Design", Public Policy For Private Sector Note No. 158, World Bank

La Porta, Rafael and Florencio López-de-Silanes (1999), Benefits of Privatization-- Evidence From Mexico, *Q. J. Econ.*, 114:4

Laurin, Claude and Yves Bozec (2000), Privatization and Productivity Improvement: The Case of Canadian National (CN), Ecoles de HEC, Montreal.

Loulmet L., Morin F. (1999), The Rupture of the French Model of Capital Holding and Management, in OECD Proceedings Of The First Corporate Governance Roundtable in Asia: March 1999, Seoul.

Marchetti P., *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, Barca, 1997

Martin, Stephen and David Parker (1995), Privatization and Economic Performance Throughout the UK Business Cycle, *Manag. Decis. Econ.*, 16.

MedioBanca S.p.A., *Relazione semestrale al 31 dicembre 2001*, Mediobanca, Milano, gennaio 2002.

Meggison L.M., and Netter J.M. (2001), From State to Market: A Survey of Empirical Studies On Privatisation, *Journal of Economic Literature*, June 2001.

Meggison William, Robert Nash, and Matthias van Randenborgh (1994), The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis, *J. Fin.*, 49

Micossi S., Le privatizzazioni in Italia: qualche utile lezione, in *Italianieuropei*, Vol. 2, 2007, pp.69-78.

Ministero del Tesoro, Il sistema creditizio e finanziario italiano. Relazione della commissione di studio istituita dal Ministero del Tesoro, Roma, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, 1992.

Mises, L. (1935), *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*, London, Routledge.

Morreale G., *Mediobanca e il salvataggio di Olivetti. Verbali delle riunioni e documenti di lavoro 1964-1966*, Milano, Mediobanca, 2019.

Nardozi G., *Miracolo e declino. L'Italia tra concorrenza e protezione*, Roma, Bari, Laterza, 2004.

Normattiva, REGIO DECRETO-LEGGE 12 marzo 1936, n. 375 in materia di "Disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia", Normattiva.it.

North, D (1981), *Structure and Change in Economic History*, New York and London: Norton. North, D. (1991), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge, Cambridge University Press.

OECD (2003), *Privatising State-Owned Enterprises: An Overview of Policies and Practices in OECD countries*

Olson, M. (1982), *The Rise and Decline of Nation: Economic Growth, Stagflation and Social Rigidities*, New Haven, London: Yale University Press

Onado M., *La lunga rincorsa: la costruzione del sistema finanziario*, Ciocca e Toniolo, 2003.

Pejovich, S. (1990), *The Economics of Property Rights: Toward the Theory of Comparative System*, Dordrecht: Kluwer.

Perugini M., *Il fallimento dei progetti tecnologici di frontiera*, Amatori, 2017, pp.27-48.

Ramamurti, Ravi (1997), *Testing the Limits of Privatization: Argentine Railroads*, *World Develop.*, 25.

Romano S., *L'Italia scappata di mano. Cause ed effetti della crisi nazionale*, Milano, Longanesi, 1993.

- Sapelli G., Sul capitalismo italiano. Trasformazione o declino, Milano, Feltrinelli, 1993
- Scalfari E., Il rimorso di un grande imprenditore: conversazione con Leopoldo Pirelli, La Repubblica, 27 ottobre, 1999.
- Scalfari E., Turani G., Razza padrona. Storia della borghesia di Stato, Milano, Feltrinelli, 1974.
- Sheshinski E. and Lopez-Calva L.F. (1999), Privatisation And Its Benefits: Theory And Evidence, Development Discussion Paper, Harvard institute For International Development, CAER II Discussion Paper No. 35, January 1999.
- Smith, A., (1776), An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Translation: Global book, Novi Sad, 1998.
- Vickers, J, Yarrow, G (1988), Privatization: An Economic Analysis Cambridge, MA:MIT Press.
- Williamson, O. (1985), The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Rational Contracting, London: Macmillan.
- Wolfram, Catherine D. 1998. "Increases in Executive Pay Following Privatization," J. Econ. Manag. Strat. 7:3.

SITOGRAFIA

https://www.de.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Riepilogo_delle_privatizzazioni_del_Ministero_dal_01-01-1994_al_30-09-2016_xEuro_milionix.pdf

<https://www.finanzaonline.com/notizie/opv-poste-italiane-rinvio-a-2025-governo-meloni-a-caccia-di-investitori-italiani-anche-per-mps>

<https://www.ft.com/content/65fe3cc4-c8e7-4337-aae8-11ee602e5a60>

<https://www.gazzettaufficiale.it/>

<https://www.logisticanews.it/privatizzare-i-porti-in-italia-tra-sviluppo-futuro-ed-incognite/>

<https://www.milanofinanza.it/news/enav-titolo-in-calò-sull-ipotesi-di-una-riduzione-della-quota-del-mef-cosa-ne-pensano-gli-analisti-202409021620565966>

<https://www.money.it/mps-cessione-mef-25>

<https://www.normattiva.it/>

<https://www.oecd.org/>

<https://quifinanza.it/economia/ministero-conomia-cede-eni/818999/#:~:text=Eni%2C%20il%20ministero%20dell%E2%80%99Economia%20cede%20il%202%2C%25%20del,Eni%20...%204%20II%20processo%20di%20privatizzazione%20>

<https://www.ricerca-delibere.programmazioneeconomica.gov.it/>