

REPUBBLICA ITALIANA

La

Corte dei conti

in

Sezione centrale di controllo

sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato

I, II e Collegio per il controllo sulle entrate

nell' adunanza del 20 dicembre 2012

\* \* \*

Vista la legge 14 gennaio 1994, n. 20 e, in particolare, l'art. 3, comma 4, ai sensi del quale la Corte dei conti svolge il controllo sulle gestioni delle amministrazioni pubbliche, verificandone la legittimità e la regolarità, il funzionamento degli organi interni, nonché la corrispondenza dei risultati dell'attività amministrativa agli obiettivi stabiliti dalla legge, valutando comparativamente costi, modi e tempi dello svolgimento dell'azione amministrativa;

vista la deliberazione della Sezione n. 25/2009/G, con la quale è stato approvato il programma di controllo sulla gestione per l'esercizio 2010;

vista la relazione, presentata dai Consiglieri Massimo Romano e Mauro Oliviero che illustra gli esiti dell'indagine condotta in merito a "il Ruolo svolto dal Comitato di consulenza e garanzia nel processo di privatizzazione";

vista l'ordinanza in data 11 dicembre 2012 con la quale il Presiden-

te della Sezione ha convocato il I, II e Collegio per il controllo sulle entrate per l'adunanza del 20 dicembre 2012, al fine della pronuncia sulla gestione in argomento;

vista la nota n. 7489 del 12 dicembre 2012 di trasmissione della relazione, a cura della Segreteria - Servizio adunanze, ai seguenti Uffici:

Ministero dell'economia e delle finanze:

- Ufficio di Gabinetto del Ministro;
- Dipartimento del tesoro;
- Dipartimento della ragioneria generale dello Stato
- Organismo indipendente di valutazione della performance;
- Ufficio centrale di bilancio presso il Ministero dell'economia e delle finanze;

uditi i relatori Cons. Massimo Romano e Cons. Mauro Oliviero;

uditi in rappresentanza dell'Amministrazione convocata:

- la dott.ssa Maria Laura Ferrigno, Dirigente della Direzione VII – Finanza e privatizzazioni – Ufficio I del Dipartimento del tesoro;
- il dott. Stefano Di Stefano, Dirigente della Direzione VII – Finanza e privatizzazioni – Ufficio IV del Dipartimento del tesoro;

DELIBERA

di approvare, con le modifiche apportate dal Collegio in camera di consiglio, la relazione concernente "il Ruolo svolto dal Comitato di consulenza e garanzia nel processo di privatizzazione";

INVIA

la presente deliberazione e l'unita relazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 3, comma 6, della legge 20/94, come modificato dall'art. 1, com-

ma 172, della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria 2006) e dall'art. 3, comma 64, della legge 24 dicembre 2007, n. 244, a cura della Segreteria della Sezione – Servizio adunanze:

- alle Presidenze del Senato della Repubblica e della Camera dei Deputati;
- alle Presidenze delle Commissioni Bilancio del Senato della Repubblica e della Camera dei Deputati;
- alla Presidenza del Consiglio dei Ministri (Segretariato generale);
- al Ministero dell'economia e delle finanze (Gabinetto; Dipartimento del tesoro; Dipartimento della ragioneria generale dello Stato; Organismo indipendente di valutazione della performance; Ufficio centrale di bilancio);

#### TRASMETTE

ai sensi dell'art. 41 del regio decreto 12 luglio 1934, n. 1214, la presente delibera al competente Collegio delle Sezioni Riunite, affinché possa trarne elementi in ordine alle modalità con le quali l'Amministrazione interessata si è conformata alla vigente disciplina finanziaria e contabile.

L'Amministrazione interessata comunicherà alla Corte e al Parlamento, entro sei mesi dalla data di ricevimento della presente relazione, le misure consequenziali adottate ai sensi e per gli effetti dell'art. 3, comma 6, della legge n. 20/1994, come modificato dall'art. 1, comma 172, della legge n. 266/2005.

La medesima Amministrazione adotterà, entro trenta giorni dalla ricezione della presente relazione, l'eventuale provvedimento motivato previsto dall'art. 3, comma 64, della legge n. 244/2007, ove ritenga di non

ottemperare ai rilievi formulati.

Il Presidente

(Dott. Giorgio Clemente)

I Consiglieri relatori

(Dott. Massimo Romano)

(Dott. Mauro Oliviero)

Depositata in Segreteria il 24 DIC. 2012

IL DIRIGENTE

(Dott.ssa Cesira CASALANGUIDA)



## **CORTE DEI CONTI**

SEZIONE CENTRALE DI CONTROLLO SULLA GESTIONE DELLE  
AMMINISTRAZIONI DELLO STATO

### **IL RUOLO SVOLTO DAL COMITATO DI CONSULENZA E GARANZIA NEL PROCESSO DI PRIVATIZZAZIONE**

RELAZIONE

Roma, 20 dicembre 2012

Magistrati istruttori e relatori:

cons. Massimo Romano

cons. Mauro Oliviero

## INDICE

<b>SINTESI</b>	1
<b>1. PREMESSA: OBIETTIVI DELL'INDAGINE</b>	3
<b>2. IL QUADRO NORMATIVO PROCEDURALE</b>	
2.1. Il quadro normativo che ha regolato il processo di privatizzazione	4
2.2. Le tecniche di collocamento	7
2.3. Il quadro normativo che regola l'attività del Comitato	9
2.4. Il costo del Comitato	11
<b>3. COMPOSIZIONE E ATTIVITÀ SVOLTA DAL COMITATO</b>	13
<b>4. IL RUOLO DEL COMITATO NELLE OPERAZIONI DI PRIVATIZZAZIONE</b>	
4.1. PREMESSA (Quadro delle privatizzazioni esaminate)	14
4.2. STET – TELECOM ITALIA	
4.2.1. Cenni storici sulle società Stet – Telecom Italia	18
4.2.2. Privatizzazione	18
4.2.3. La vendita di azioni Seat Pagine Gialle	19
4.2.4. La vendita della prima quota di Telecom Italia	21
4.2.5. La vendita della seconda quota di Telecom Italia	28
4.2.6. L'attività svolta dal Comitato nell'operazione Stet-Seat-Telecom desunta dai verbali	30
4.2.7. Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Stet-Seat-Telecom	30
4.3. ENEL	
4.3.1. Cenni storici sulla società	34
4.3.2. La privatizzazione	35
4.3.3. La vendita della prima quota di Enel SpA	36
4.3.4. La vendita della seconda quota di Enel S.p.A	38
4.3.5. La tempistica dell'offerta	39
4.3.6. Gli esiti dell'operazione	40
4.3.7. La vendita della terza quota di Enel S.p.A.	40
4.3.8. La vendita della quarta quota di Enel S.p.A.	43
4.3.9. L'attività svolta dal Comitato nell'operazione Enel desunta dai verbali	46

4.3.10 Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Enel	46
4.4 AUTOSTRADE	
4.4.1 Cenni storici sulla società Autostrade Spa	49
4.4.2 La privatizzazione	49
4.4.3. L'attività svolta dal Comitato desunta dai verbali	51
4.4.4 Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Autostrade	51
4.5 AEROPORTI DI ROMA	
4.5.1 L'attività svolta dal Comitato desunta dai verbali	54
4.5.2. Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Aeroporti di Roma	54
4.6 ENTE TABACCHI ITALIANI – E.T.I.	
4.6.1 Cenni storici	55
4.6.2 Privatizzazione	55
4.6.3 L'attività svolta dal Comitato desunta dai verbali	56
4.6.4 Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione E.T.I.	56
<b>CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE</b>	<b>58</b>
<b>Allegato 1 – COMPOSIZIONE DEL COMITATO DI CONSULENZA E GARANZIA</b>	
- Composizione del Comitato di consulenza e garanzia per il periodo dal 30 giugno 1993 al 30 novembre 2012	62
<b>Allegato 2 – SINTESI DEI VERBALI DELLE RIUNIONI DEL COMITATO</b>	
- STET – TELECOM	64
- ENEL	107
- AUTOSTRADE	126
- AEROPORTI DI ROMA	140
- ENTE TABACCHI ITALIANI E.T.I.	144



## **SINTESI**

La relazione esamina per grandi linee l'attività del "Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia" per le privatizzazioni, istituito con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 30 giugno 1993 e con la contestuale Direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri, allo scopo di supportare l'Amministrazione nell'attuazione del processo di privatizzazione delle aziende pubbliche.

Secondo il DPCM istitutivo il Comitato ha le finalità di fornire assistenza tecnica con carattere di unitarietà per le varie operazioni del programma di privatizzazione, assicurando la trasparenza e la congruità delle procedure poste in essere dal Governo. Per il raggiungimento di tali finalità, il Comitato dispone di ampi poteri conoscitivi e di indirizzo (*cfr.* paragrafo 2.3).

L'indagine, dopo una ricognizione dei provvedimenti costitutivi del Comitato, ha preso in esame l'attività svolta nel periodo dal 2 luglio 1993 al 17 marzo 2008, muovendo dall'esame dei verbali di sintesi delle riunioni del Comitato tenutesi nell'arco temporale suddetto. Peraltro, a causa delle difficoltà di reperimento della documentazione da parte dell'ufficio preposto, soltanto in data 6 luglio 2012 è stato possibile acquisire copia dei verbali relativi al periodo dal 2 luglio 1993 al 28 novembre 1996.

Per alcune delle operazioni di privatizzazione si è proceduto ad un'analisi più approfondita, accompagnando alla lettura dei verbali l'esame della documentazione in essi richiamata, quando la stessa è stata resa disponibile.

Pertanto, nella presente relazione si riferisce sull'attività del Comitato con specifico riferimento alle seguenti privatizzazioni:

- Stet-Seat-Telecom (verbali dal 27 luglio 1993 al 15 aprile 2003);
- Ente Nazionale Energia Elettrica – Enel (verbali dal 27 luglio 1993 al 1 luglio 2005);
- Autostrade (verbali dal 10 febbraio 1997 al 21 ottobre 1999);
- Aeroporti di Roma (dal 12 marzo 1998 al 13 giugno 2000);
- Ente Tabacchi Italiani – Eti (dal 9 luglio 2002 al 16 luglio 2003).

Sulla base delle osservazioni compiute è emersa una metodologia di azione e di orientamento del Comitato non sempre uniforme ed omogenea, in buona misura dovuta alla diversa composizione del Comitato e si è rilevato come la cerchia dei soggetti tecnici che, a diverso titolo (*global coordinator, advisor, valutatore, ecc.*), sono stati coinvolti nei processi di privatizzazione sia stata alquanto ristretta. Ciò, secondo quanto riferito dall'Amministrazione, anche per effetto delle prescrizioni contenute nella disciplina legislativa.

Come illustrato nelle considerazioni conclusive, l'attività del Comitato nelle diverse procedure è stata condizionata dalle pressanti esigenze di ordine finanziario dello Stato. Ciò potrebbe aver determinato in alcuni casi, la non piena valorizzazione degli *asset* anche in termini di ristrutturazione produttiva delle imprese interessate.

In alcuni dei casi esaminati (Telecom, Enel) si è avuta la conferma - già emersa nella pregressa indagine sui processi di privatizzazione - di una tendenza del Comitato ad avvalorare il parere già espresso dai consulenti dell'Amministrazione, finendo coll'assumere un ruolo quasi formale, senza esercitare compiutamente quella funzione di indirizzo che il quadro normativo gli attribuisce.

## **1. PREMESSA: OBIETTIVI DELL'INDAGINE**

In sede di indagine su *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche* (relazione approvata dalla Sezione centrale di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato con deliberazione n. 3 del 12 febbraio 2010) numerose sono state le difficoltà incontrate nell'esprimere una più puntuale valutazione della gestione dell'intero processo di privatizzazione a causa della mancata disponibilità, al di là dei dati di base contenuti nelle relazioni al Parlamento, di più analitici, precisi ed esaurienti elementi informativi, soprattutto sul ruolo effettivamente svolto dai diversi soggetti intervenuti nel processo stesso: le strutture amministrative, i *contractor*, il "Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia" per le privatizzazioni, per brevità Comitato per le privatizzazioni.

Ciò ha reso difficile verificare se, come è stato nel caso delle cartolarizzazioni, vi siano state ipotesi di vera e propria delega ad organismi di consulenza esterni, con il conseguente rischio di potenziali conflitti d'interesse e con aggravio dei costi sostenuti.

E' apparso, pertanto, opportuno programmare un'analisi più approfondita della materia con particolare riguardo all'attività del Comitato per le privatizzazioni desumibile dai verbali delle riunioni, che l'Amministrazione si è dichiarata pronta a rendere disponibile soltanto in sede di adunanza della Sezione per l'esame del suddetto referto conclusivo dell'indagine.

Conseguentemente, nel programma di attività della Sezione per l'anno 2010, è stata prevista una specifica attività di indagine allo scopo di valutare *il ruolo del Comitato di consulenza e garanzia nel processo di privatizzazione*.

Nella presente relazione si espongono i risultati dell'attività svolta con la collaborazione del Dipartimento del Tesoro, Direzione centrale VII Finanza e Privatizzazioni.

## 2. IL QUADRO NORMATIVO PROCEDURALE

### 2.1 Il quadro normativo che ha regolato il processo di privatizzazione

A decorrere dalla fine degli anni Ottanta del secolo scorso si è posto il problema di una progressiva uscita dello Stato dalla gestione diretta delle attività economiche, a causa dei negativi risultati gestionali conseguiti in molti settori operativi e tenuto conto dell'ingente debito delle principali *holding* statali (Iri, Eni, Efim). In una prima fase (1985-1991), le privatizzazioni realizzate, seppure non irrilevanti sul piano finanziario, si caratterizzarono per l'assenza di una precisa prospettiva strategica.

Con la crisi finanziaria del 1992 divenne evidente l'esigenza di una graduale ed ampia dismissione degli *asset* posseduti dallo Stato direttamente o attraverso le grandi *holding* pubbliche.

Nel rinviare, per una più ampia disamina degli aspetti normativi sostanziali e procedurali, al quadro normativo delle privatizzazioni contenuto nella citata *Relazione sugli obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche* (pag. 224 e segg.), si richiamano in questa sede i principali interventi normativi in materia di procedure di dismissione.

Una prima iniziativa legislativa in tema di procedure per la dismissione delle partecipazioni possedute direttamente o indirettamente dallo Stato si ha con il decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, con il quale si prescrive di adottare "*modalità trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali*". E' specificamente previsto che le regole di alienazione siano preventivamente individuate, per ciascuna società, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro del tesoro, di concerto con il Ministro delle attività produttive<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Si riporta in particolare il testo dell'art.1, comma 5, del d.l. 31 maggio 1994, n. 332, come modificato dalla legge di conversione n. 474 del 1994, che era originariamente il seguente: "5. Il Ministro del tesoro, di concerto con il Ministro del bilancio e della programmazione economica e con il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, per quanto concerne le partecipazioni del Ministero del tesoro, e gli altri enti pubblici per le loro partecipazioni, ai fini della predisposizione ed esecuzione delle operazioni di alienazione delle azioni delle società di cui al comma 1 e loro controllate e delle operazioni di conferimento, possono affidare, salvo quanto previsto dalla direttiva 92/50/CEE del Consiglio, del 18 giugno 1992, a società di provata esperienza e capacità operativa nazionali ed estere, nonché a singoli professionisti iscritti da almeno cinque anni negli albi previsti dalla legge incarichi di studio, consulenza, valutazione, assistenza operativa, amministrazione di titoli di proprietà dello Stato e direzione delle operazioni di collocamento con facoltà di compiere per conto dello Stato operazioni strumentali e complementari, fatte salve le incompatibilità derivanti da conflitti d'interesse. Gli incarichi di valutazione non possono essere affidati a società di revisione che abbiano svolto incarichi di consulenza in favore delle società di cui al comma 1 nei due anni precedenti la data di

Con tali disposizioni legislative è stata dettata una disciplina generale in materia di dismissione delle partecipazioni azionarie possedute dallo Stato, la quale è stata oggetto di diversi interventi modificativi.

Più specificamente l'originaria formulazione del decreto n. 332 del 1994 (art. 1) tipizzava due modalità di cessione delle quote azionarie:

- l'offerta pubblica di vendita (OPV)<sup>2</sup>;
- la trattativa diretta con i potenziali acquirenti (con possibilità di ricorso contestuale ad entrambe le procedure).

La scelta della procedura con riferimento ad ogni singola operazione era rimessa ad un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

Nel primo caso (offerta pubblica di vendita) l'obiettivo era quello di garantire un'ampia diffusione delle azioni delle società privatizzate anche tra i risparmiatori privati, mentre nella seconda ipotesi (trattativa diretta), lo scopo era quello di affidare, ad un gruppo di azionisti interessati al possibile sviluppo industriale delle società in argomento, la proprietà delle stesse.

A tal fine il decreto-legge n. 332 citato prevede che, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, siano individuate società in cui la cessione mediante trattativa diretta sia rivolta a costituire un nucleo stabile di azionisti di riferimento.

Pertanto, gli acquirenti in possesso di idonea capacità imprenditoriale devono impegnarsi:

1. ad assicurare particolari condizioni finanziarie, economiche e gestionali;
2. a non cedere, per un certo periodo, le partecipazioni acquistate;
3. a non cedere l'azienda;

---

*entrata in vigore del presente decreto. I compensi e le modalità di pagamento degli incarichi di cui al presente comma devono essere previamente stabiliti dalle parti."*

*Per effetto delle modifiche intervenute il testo attuale della disposizione è il seguente: "5. Il Ministero dell'economia e delle finanze, per quanto concerne le proprie partecipazioni, e gli altri enti pubblici per le loro partecipazioni, ai fini della predisposizione ed esecuzione delle operazioni di alienazione delle azioni delle società di cui al comma 1 e loro controllate e delle operazioni di conferimento, possono affidare anche in deroga alle disposizioni dell'articolo 24 della legge 27 dicembre 2002, n. 289, ove applicabili, salvo quanto previsto dalla direttiva 92/50/CEE del Consiglio, del 18 giugno 1992, a società di provata esperienza e capacità operativa nazionali ed estere, nonché a singoli professionisti incarichi di studio, consulenza, valutazione, assistenza operativa, amministrazione di titoli di proprietà dello Stato e direzione delle operazioni di collocamento con facoltà di compiere per conto dello Stato operazioni strumentali e complementari, fatte salve le incompatibilità derivanti da conflitti d'interesse. Gli incarichi di valutazione non possono essere affidati a società di revisione che abbiano svolto incarichi di consulenza in favore delle società di cui al comma 1 nei due anni precedenti la data di entrata in vigore del presente decreto. I soggetti incaricati della valutazione possono partecipare ai consorzi di collocamento ma non assumerne la guida. I compensi e le modalità di pagamento degli incarichi di cui al presente comma devono essere previamente stabiliti dalle parti."*

<sup>2</sup> Per offerta pubblica di vendita (OPV) è da intendersi parte dell'offerta globale rivolta al pubblico dei risparmiatori inclusi, eventualmente, anche i dipendenti della società oggetto di cessione.

4. a corrispondere un determinato risarcimento in caso di inadempimento delle clausole del contratto di cessione e dell'accordo.

Gli obiettivi di politica economica e industriale dello Stato sono stati definiti con la legge finanziaria per il 2000 (articolo 66, comma 1, della legge 23 dicembre 1999, n. 488) prevedendo la facoltà di una disciplina più flessibile per la dismissione di partecipazioni di controllo con un valore inferiore a 100 miliardi di lire e di partecipazioni non di controllo di limitato rilievo.

Per tale ragione si è introdotta la facoltà di utilizzare anche modalità di alienazione difformi da quelle indicate dalla precedente legislazione (offerta pubblica di vendita e vendita diretta), purché atte ad assicurare la massimizzazione degli introiti, la riduzione dei costi e la celerità e speditezza di esecuzione della cessione.

Con il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 29 settembre 2000 sono state individuate sia le partecipazioni da dismettere con modalità differenti da quelle prescritte dal d.l. n. 332 del 1994, sia altre forme di cessione<sup>3</sup>.

Successivamente il legislatore, con la legge finanziaria per il 2004 (articolo 4, comma 218, della legge 24 dicembre 2003, n. 350), nell'indicare le finalità da perseguire, ha affidato al Governo la scelta delle procedure di vendita.

Da ciò è conseguito che l'alienazione delle partecipazioni dello Stato deve essere effettuata con modalità *"trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali"*.

Mediante un decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze e di concerto con il Ministro delle attività produttive (ora Sviluppo economico), per ciascuna società viene confermata l'individuazione delle modalità di alienazione.

La *ratio* della norma è quella di accertare la modalità di cessione più conveniente sul mercato finanziario affinché la scelta non sia più limitata alle sole procedure dell'offerta pubblica di vendita e della trattativa diretta.

Nella diversa ipotesi di vendita delle partecipazioni di limitato rilievo (partecipazioni non di controllo direttamente detenute dallo Stato di valore inferiore a 50 milioni di euro), la determinazione del sistema di alienazione

---

<sup>3</sup> Le società e le relative percentuali di partecipazione alienabili, individuate con il citato dpcm sono le seguenti: Banco di Napoli S.p.a. 16,16%; BNL S.p.a. 1,314%; INA S.p.a. 1,11%; San Paolo-IMI 0,30%; Beni Stabili S.p.a. 0,25%; Cariverona S.p.a. 0,008%; Coopercredito S.p.a. 14,42%; Mediocredito dell'Umbria S.p.a. 6,86%; Mediocredito Centrale S.p.a. 0,23%; Mediocredito Fondiario Centroitalia S.p.a. 3,39%; Mediocredito Friuli V.G. S.p.a. 34,01%; Mediocredito Lombardo S.p.a. 3,39%; Mediocredito Toscano S.p.a. 6,51%; Mediovenetie S.p.a. 0,21%.

"secondo tecniche in uso nei mercati finanziari" è regolata da un decreto del Ministro dell'economia e delle finanze (anziché da un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri).

Riguardo, invece, ai criteri di determinazione del prezzo dei titoli da alienare, la legge finanziaria per il 2003 (articolo 80, comma 7, della legge 27 dicembre 2002, n. 289) prevede che, in caso di titoli negoziati in mercati regolamentati, il prezzo di vendita sia fissato con riferimento al valore dei titoli sui mercati finanziari nel momento dell'alienazione e all'esigenza di incentivare la domanda dei titoli stessi.

Sulla congruità del prezzo deve pronunciarsi un consulente finanziario terzo il quale, a seguito dell'entrata in vigore della legge finanziaria per il 2004, può essere individuato anche tra quelli coinvolti nella strutturazione dell'operazione di alienazione (art. 4, comma 220).

Va, infine, rilevato che il decreto-legge n. 332 del 1994 ha, in via generale, escluso le operazioni di privatizzazione dall'applicazione delle norme di contabilità generale dello Stato.

## **2.2 Le tecniche di collocamento**

I due metodi più diffusi per le cessioni delle partecipazioni azionarie sono stati quello dell'offerta pubblica di vendita (OPV) e quello della procedura competitiva.

Nel primo caso (Telecom, ENI, BNL, ENEL) le azioni sono state offerte al pubblico ad un prezzo fisso determinato precedentemente alla vendita. Si decise invece di ricorrere al secondo metodo (trattativa diretta) per le privatizzazioni delle realtà economiche di dimensioni più contenute, e quindi di più facile collocazione presso imprese appartenenti allo stesso settore, disposte a pagare prezzi maggiori rispetto al pubblico *retail* per le sinergie industriali ottenibili dalla integrazione con le società in vendita. Tuttavia, le numerose critiche a cui maggiormente questo sistema si espone sono rappresentate dall'esistenza di una serie di garanzie talmente complesse e gravose che finiscono con lo scoraggiare la partecipazione dei piccoli investitori.

Del resto, poiché in molti casi di privatizzazione l'impresa di pubblica utilità o la banca in oggetto non è mai stata quotata sul mercato, il rischio di "sbagliare" il prezzo del collocamento è assai alto.

E' da evidenziare che, nel caso della privatizzazione della società Telecom Italia è stato adottato, per la prima volta in Italia, un metodo di assoluta novità

per l'epoca nella quale il collocamento sul mercato è avvenuto: il cosiddetto *book building*<sup>4</sup>.

Occorre ricordare che tale procedimento, correntemente praticato negli Stati Uniti e da qui diffuso in Europa, il quale prevede l'elaborazione di una scheda di domanda degli investitori istituzionali, è diventato il procedimento più frequentemente impiegato.

In particolare, una volta deciso di dare inizio alla quotazione:

- 1) devono essere individuati i collocatori;
- 2) deve essere elaborato ed emesso il prospetto informativo con la definizione del prezzo finale;
- 3) deve provvedersi alla collocazione dei titoli;
- 4) viene, infine, avviata la quotazione in Borsa.

La decisione di quotarsi è solitamente presa dalla *governance* societaria insieme a un *advisor* strategico che inizialmente specifica, tra le prime scelte, quante azioni collocare, che tipologia di azioni verranno collocate (esistenti o di nuova emissione), i tempi di quotazione e la valorizzazione della quota collocata.

Quindi, viene scelto il *global coordinator* dell'offerta, ossia l'intermediario che coordina le operazioni di quotazione, gestisce i rapporti tra emittente e investitori istituzionali, promuove l'*IPO*<sup>5</sup> e certifica che la società che si quota abbia i requisiti giusti per farlo.

L'*IPO* sarà poi condotta da un *pool* di banche, formanti il sindacato di collocamento, che mettono sul mercato, sia sul *retail* che sul segmento istituzionale, i titoli oggetto di quotazione.

Nel frattempo la società predispone il prospetto informativo, contenente tutte le caratteristiche dell'operazione e altre informazioni importanti, come quelle relative a dati finanziari, stime, rischi ed opportunità dell'investimento, ma anche gli intervalli di valorizzazione della società.

Il *range* di prezzo è deciso attraverso una serie di valutazioni economico-finanziarie e di comparazione con aziende quotate dello stesso settore, anche su altri mercati.

Contestualmente c'è la partenza del *road show*, cioè una serie di incontri con la comunità finanziaria per presentare l'offerta ed iniziare a raccogliere le adesioni degli investitori istituzionali.

---

<sup>4</sup> Per *book building* si intende il processo di raccolta degli ordini di acquisto di azioni degli investitori istituzionali mediante indicazione dei quantitativi richiesti e/o del prezzo.

<sup>5</sup> *Initial Public Offering*, cioè collocamento di strumenti finanziari non quotati, né diffusi tra il pubblico.



Questa serie di offerte fornisce all'emittente nonché ai collocatori i dati utili alla pubblicazione del prezzo massimo d'offerta.

Il prezzo finale viene invece deciso alla chiusura dell'offerta poco prima dell'ingresso in Borsa.

In questo modo, la struttura di una *IPO* cosiddetta "moderna" appare solitamente flessibile, con riferimento in particolare alla dimensione complessiva dell'offerta (incremento o decremento della stessa) ed all'inserimento della clausola *green shoe* (o anche *greenshoe*, detta anche *over-allotment option*), la cosiddetta opzione concessa dalla società quotanda (o da uno o più dei suoi azionisti) a favore dei membri del consorzio per l'offerta istituzionale, al fine di sottoscrivere un determinato (e ulteriore) numero prefissato di azioni (al prezzo di offerta ed entro solitamente trenta giorni dall'avvio delle negoziazioni) da allocare presso i destinatari dell'offerta istituzionale.

Tale "modernizzazione" delle offerte di azioni nel nostro Paese ha avuto un notevole impatto sulla fissazione del prezzo di collocamento.

Infatti, si è passati dal "prezzo fisso predeterminato" al meccanismo del *bookbuilding* con l'individuazione di una "forchetta" di prezzi (a sua volta fissa o variabile).

In ogni caso, una volta stabilito il prezzo di offerta, esso è unico per la parte pubblica venditrice e per la parte istituzionale dell'offerta.

In definitiva, con tale modalità è possibile costruire la curva di domanda relativa ai singoli livelli di prezzo ed ai diversi volumi richiesti e, quindi, collocabili sul mercato.

### **2.3 Il quadro normativo che regola l'attività del Comitato**

Con Direttiva del 30 giugno 1993 del Presidente del Consiglio dei Ministri, sull'accelerazione delle procedure di cessione delle partecipazioni dello Stato nelle società per azioni derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici e sulle modalità di attuazione della stessa è stato costituito il Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia.

Al punto 2 della citata Direttiva è, infatti, stabilito che "*Il Presidente del Consiglio, su proposta del Ministro del tesoro, d'intesa con il Ministro dell'industria, del commercio e dell'artigianato, e con il Ministro del bilancio e della programmazione economica, provvede, contestualmente alla presente direttiva, alla costituzione di un Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia, presieduto dal Direttore generale del Tesoro e composto da quattro esperti di riconosciuta indipendenza e di notoria esperienza nei mercati nazionali e internazionali.*".

Secondo quanto previsto, il Comitato deve assicurare alle autorità preposte all'attuazione del programma di dismissioni *"un'assistenza tecnica avente carattere di unitarietà per le varie operazioni del programma e per tutto il periodo necessario alla loro realizzazione, così da favorirne il buon esito e garantire la coerenza delle decisioni e il loro coordinamento temporale."*

Inoltre, la citata direttiva del 30 giugno 1993 dispone che il Comitato debba assolvere *"a funzioni di garanzia della trasparenza e della congruità delle procedure poste in essere dal Governo"*.

Per lo svolgimento dei propri compiti, il Comitato può acquisire le informazioni necessarie, di natura contabile ed extra-contabile, da tutte le società interessate e può avvalersi sia del supporto tecnico della Direzione generale del tesoro e dei competenti uffici della Presidenza del Consiglio e degli altri ministeri interessati, che di ulteriori supporti tecnici anche esterni alla pubblica amministrazione.

I membri del Comitato sono vincolati a mantenere riservate le informazioni così ottenute ed a non utilizzarle per fini diversi da quelli propri della loro attività istituzionale.

Sul piano più generale la Direttiva demanda al Comitato la formulazione, al Ministro del tesoro, di una proposta di calendario delle operazioni di privatizzazione, secondo priorità definite dal Comitato stesso, riducendo al minimo i tempi di realizzazione e tenendo conto delle strategie industriali e finanziarie delle società interessate ma, anche, dell'andamento globale del mercato. Il Comitato ha, inoltre, il compito di suggerire le iniziative in materia fiscale e legale necessarie per favorire il successo delle privatizzazioni.

Quanto alle regole di realizzazione del processo di privatizzazione, la medesima Direttiva stabilisce che, con l'assistenza del Comitato, debba procedersi, ove possibile, alle operazioni di dismissione delle partecipazioni mediante collocamenti pubblici che:

- favoriscano l'ampia diffusione dei titoli fra i risparmiatori;
- evitino concentrazioni di quote significative del capitale presso singoli azionisti;
- consentano la costituzione di un nucleo di azionisti che assicuri stabilità alla compagine azionaria.

La stessa Direttiva prevede che i soggetti che controllano le società oggetto di dismissione possano avvalersi, d'intesa con il Comitato, dell'assistenza di consulenti speciali per elaborare eventuali proposte di ristrutturazione dell'impresa sotto il profilo istituzionale, industriale, finanziario ed organizzativo e

per individuare le modalità di dismissione più adeguate fra quelle indicate nella deliberazione del CIPE del 30 dicembre 1992.

Al punto 4 la Direttiva prescrive che il Ministro del tesoro o le società interessate vengano assistiti dal Comitato nel conferimento a primarie istituzioni nazionali e internazionali dell'incarico di valutare ciascuna società e attività da cedere, secondo le indicazioni contenute nella delibera CIPE del 30 dicembre 1992. Il Comitato è incaricato di fornire alle istituzioni preposte alle valutazioni l'assistenza necessaria, operando da referente delle stesse a tale riguardo.

Inoltre, la Direttiva prevede che la guida dei consorzi di collocamento delle partecipazioni da dismettere sia affidata, con la consulenza del Comitato, a primarie istituzioni bancarie e finanziarie di consolidata esperienza in materia di offerta al pubblico di titoli italiani, escludendo che la guida del consorzio possa essere affidata ai soggetti incaricati della valutazione, i quali devono peraltro partecipare al collocamento.

Il punto 5 della Direttiva reca specifiche disposizioni in materia di obbligo di segnalazione dei conflitti di interesse da parte dei consulenti incaricati di elaborare le proposte di ristrutturazione delle imprese e dei soggetti incaricati di effettuare le valutazioni.

Infine, al punto 6 della Direttiva si prevede che la remunerazione degli incarichi sia in linea con i valori correnti sui mercati internazionali per operazioni di simile natura e consistenza.

Con la seconda Direttiva del 15 ottobre 1993, sostanzialmente analoga alla precedente, agli articoli 2 e 6 si completa la regolamentazione della materia.

Sulla base di quanto previsto nella Direttiva del 30 giugno 1993, con Decreto del Presidente del Consiglio emanato in pari data è istituito il Comitato che, all'articolo 1 del medesimo, elenca i nominativi dei componenti stessi.

#### **2.4 Il costo del Comitato**

L'art. 15 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni dalla legge n. 474/94, stabilisce che ai componenti del Comitato privatizzazioni *«che non siano impiegati civili dello Stato, è corrisposta, con decorrenza dalla data di rispettiva nomina e fino ad esaurimento dell'incarico, una indennità annuale, comprensiva del rimborso delle spese sostenute, nella misura che sarà determinata con decreto del Ministro del tesoro»*.

La misura di detta indennità, spettante ai membri esterni del Comitato privatizzazioni con decorrenza dalla data di nomina, inizialmente fissata con decreto del Ministro del tesoro n. 202912 del 1° luglio 1994, in un emolumento annuo lordo lire 80 milioni, da corrisponderci in rate semestrali posticipate, è

stata successivamente determinata in un importo onnicomprensivo di euro 40.000 (decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 10 maggio 2002).

In conformità al comma 58 dell'articolo unico della legge 23 dicembre 2005, n. 266 (legge finanziaria per il 2006), che prevede la riduzione automatica del dieci per cento rispetto agli importi risultanti alla data del 30 settembre 2005 delle *«somme riguardanti indennità, compensi, gettoni, retribuzioni o altre utilità comunque denominate, corrisposti ai componenti di organi di indirizzo, direzione e controllo, consigli di amministrazione e organi collegiali comunque denominati, presenti nelle pubbliche amministrazioni»*, dal 1° gennaio 2006 il compenso dei componenti del Comitato privatizzazioni viene decurtato.

A seguito dell'entrata in vigore dell'articolo 29, comma 1, del D.L. n. 223 del 2006, secondo il quale la spesa per i compensi per organi collegiali o simili deve essere ridotta di un ulteriore trenta per cento rispetto a quella in essere al 30 settembre 2005 (già ridotta del dieci per cento), con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri 4 maggio 2007, si procede, oltre che al riordino del Comitato privatizzazioni, ad individuare nel gettone di presenza, da corrispondere in relazione alle singole sedute dell'organismo, l'unica modalità di remunerazione dei suoi componenti, rinviando ad un successivo decreto del Ministro dell'economia e delle finanze la sua determinazione.

Il decreto è stato emanato in data 21 luglio 2011 e, con esso, l'importo del gettone di presenza onnicomprensivo, da corrispondere ai membri che non siano impiegati civili dello Stato, è fissato in euro 1.350,00 e l'ammontare complessivo dei gettoni non può comunque essere superiore ad euro 40.000,00 per anno.

Con riferimento, invece, alla remunerazione degli incarichi previsti dalle Direttive del 30 giugno e 15 ottobre 1993, con esclusione dei componenti del Comitato di consulenza globale di garanzia, la stessa deve essere corrisposta dalle società partecipate dal Tesoro ovvero prevista nello stato di previsione del Tesoro. Tale remunerazione deve essere stabilita in linea con i valori correnti sui mercati internazionali per operazioni di simile natura e consistenza.

### **3. COMPOSIZIONE E ATTIVITÀ SVOLTA DAL COMITATO**

Ai sensi dell'art. 2 del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 30 giugno 1993, il Comitato di consulenza globale e di garanzia è inizialmente composto, oltre che dal Presidente, individuato nel Direttore Generale del Tesoro, da quattro membri esperti di riconosciuta indipendenza e notoria esperienza nei mercati nazionali ed internazionali. A decorrere dal 23 novembre 2007, per effetto di quanto stabilito dall'art. 29 del d.l. 4 luglio 2006, n. 223 e dal decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 4 maggio 2007, la composizione è stata ridotta a tre membri incluso il Presidente, nella persona del Direttore generale del Tesoro. Nel fissare la durata del Comitato in tre anni, l'art. 2 dello stesso decreto prevede la possibilità di proroga dello stesso per un periodo non superiore a tre anni, da disporsi - sempre con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri - previa valutazione della perdurante utilità del Comitato, da appurare sulla base di una relazione di fine mandato.

L'art.68, comma 2, del decreto-legge 25 giugno 2008, n.112, convertito dalla legge n.133 del 2008, dispone che, nei casi in cui venga riconosciuta l'utilità degli organismi collegiali operanti presso le pubbliche amministrazioni, la proroga dell'organo possa essere concessa per un periodo non superiore a due anni. Sulla base di tale disposizione, con DPCM del 4 agosto 2010 è stata disposta la perdurante utilità del Comitato e con DPCM del 28 novembre 2010 ne è stata determinata la nuova composizione e la durata di due anni, decorrenti dal termine di scadenza del precedente comitato.

Per la composizione del Comitato dal 30 giugno 1993 al 31 dicembre 2010 si rinvia all'allegato 1.

## 4. IL RUOLO DEL COMITATO NELLE OPERAZIONI DI PRIVATIZZAZIONE

### 4.1 Premessa (Quadro delle privatizzazioni esaminate)

Con nota prot. n. 39005 del 13 maggio 2010, il Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e finanze, Direzione VII – Ufficio IV, ha trasmesso copia degli originali dei verbali delle riunioni del Comitato tenutesi dal 18.12.1996 al 17.03.2008<sup>6</sup> dalle quali si evince che le operazioni di privatizzazione di cui lo stesso si è occupato in tale arco temporale sono:

Stet- Seat -Telecom

Ente Nazionale Energia Elettrica (Enel)

Autostrade

Aeroporti di Roma

Banco di Napoli

Banca Nazionale del Lavoro

Medio Credito Centrale

Ente Nazionale Idrocarburi (Eni)

Medio Credito Friuli Venezia Giulia

Ente Tabacchi Italiani (Eti)

Fime

Tirrenia

Wind

Alitalia

Cassa Depositi e Prestiti.

Soltanto successivamente, essendo emersa in sede istruttoria l'incompletezza dei verbali esibiti, con nota del 15.06.2012, prot. n. 4082-SCCGA-Y32-A, sono stati prodotti i verbali delle 48 riunioni del Comitato tenutesi dal 2 luglio 1993 al 28 novembre 1996, dai quali si evince che le attività svolte in tale arco temporale sono state le seguenti<sup>7</sup>:

---

<sup>6</sup> Sono stati prodotti ulteriori sette verbali, in copia non firmata, riguardanti le riunioni del Comitato nel periodo dal 4 febbraio 2009 al 16 novembre 2009. Tali verbali non sono stati oggetto di specifico esame.

<sup>7</sup> Di particolare rilievo, per l'impostazione dei lavori del Comitato, risulta essere la sua prima riunione, svoltasi il 2 luglio 1993, il cui verbale che si riporta qui di seguito:

*"Il Presidente introduce la riunione.*

*In primo luogo sottolinea la diversità del Comitato di consulenza globale rispetto al Comitato di esperti costituito prima dell'avvio del programma di privatizzazione e al "Comitato dei Ministri di cui all'art. 15 del D.L. n. 333/1992. Il primo comitato, quello degli esperti, aveva un mandato esplorativo e di studio; il Comitato dei Ministri ha un mandato essenzialmente politico. Il Comitato di consulenza globale è invece un organismo con finalità eminentemente pratiche. Esso è chiamato a rispondere ai seguenti problemi:*

*a) L'ordine temporale delle operazioni di privatizzazione;*

*b) i criteri di scelta dei consulenti che dovranno assistere le società nelle diverse fasi del processo di privatizzazione (valutazione, preparazione delle operazioni, collocamento).*

---

Un componente sottolinea che il calendario fissato nella delibera del Presidente del Consiglio con cui è stato istituito il Comitato risulta assai impegnativo, tenendo conto della necessità di condurre gli opportuni approfondimenti sulle priorità (anche di carattere industriale) del programma.

Il Presidente ricorda che il calendario dipende da diversi fattori: adempimenti legislativi (alcuni dei quali sono in itinere), fabbisogni finanziari delle società venditrici, situazione del mercato.

Un componente pone in evidenza i limiti di capienza dei mercati italiani (le cui attuali capacità di assorbimento non superano i 4.000 miliardi) e la necessità di ripensare la politica fiscale nei confronti del capitale di rischio come condizione necessaria alla attrazione di una parte del risparmio attualmente destinato al mercato dei titoli pubblici.

In tale contesto, rileva che i provvedimenti attualmente in discussione in Parlamento appaiono insufficienti. Sottolinea inoltre l'esigenza di avviare il programma con operazioni ad alta probabilità di successo. Telecomunicazioni ed elettricità gli sembrano da questo punto di vista i settori preferibili, garantendo la possibilità di rivolgersi al vasto pubblico degli utenti e rappresentando aree di attività, a basso rischio industriale. Peraltro, i due settori presentano problemi complessi e ben noti.

Un componente valuta che talune società si presentano già idonee ad una rapida privatizzazione, e i loro titoli potrebbero essere utilizzati nell'ambito di schemi di conversione dei titoli pubblici. Egli sottolinea che il prezzo appare essere il fattore cruciale; si tratta di decidere se accelerare il processo o arroccarsi; richiama l'esempio francese.

Un altro componente solleva il problema della "tutela" (anche sotto il profilo penale, con riguardo a possibili conflitti d'interesse) dei membri del Comitato nell'esercizio della loro attività; al riguardo segnala l'opportunità di un provvedimento legislativo.

Gli altri membri del Comitato si associano alla preoccupazione espressa.

Due componenti pongono anche il problema di eventuali incompatibilità tra il mandato nel Comitato ed altri uffici. In particolare, uno di esso dichiara che la sua accettazione dell'incarico è subordinata ad un più approfondito esame di eventuali incompatibilità ed alla verifica della disponibilità effettiva a partecipare ad un impegno che si sta rivelando più gravoso del previsto.

Il Presidente assicura che, quanto ai risvolti connessi ai conflitti d'interesse e ad altre aree rilevanti sotto il profilo penale, saranno avviati gli approfondimenti del caso con gli organi competenti. Propone inoltre che si proceda alla redazione di una lettera collettiva da indirizzare al Presidente del Consiglio nella quale i membri del Comitato indichino tutti i possibili casi di incompatibilità in cui potrebbero venire a trovarsi per effetto dell'accettazione dell'incarico.

Il Presidente passa ad illustrare le proprie valutazioni in ordine alle competenze ed ai mezzi a disposizione del Comitato.

1. Il Comitato è stato costituito con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro del Tesoro, d'intesa con i Ministri dell'Industria e del Bilancio; tale procedura comporta, per definizione, che il Comitato agirà in piena sintonia con i tre Ministri che a norma dell'art. 15 del D.L. n. 333/1992 sono chiamati, insieme con il Presidente del Consiglio dei Ministri, a sovrintendere al programma di privatizzazioni. La natura "permanente" del Comitato deve intendersi nel senso che l'organismo è chiamato a esercitare le proprie funzioni per un arco di tempo sufficiente alla messa a regime delle privatizzazioni.
2. La consulenza globale e il ruolo di garanzia si articolano in:
  - assistenza tecnica durante tutto il periodo del mandato, così da garantire la coerenza delle decisioni e il loro coordinamento temporale;
  - garanzia della trasparenza e congruità delle procedure poste in essere dal Governo.
3. Compiti specifici:
  - proporre un calendario delle operazioni che tenga conto delle priorità in relazione all'andamento del mercato ed alle strategie industriali e finanziarie delle società interessate;
  - intraprendere iniziative in materia fiscale legale;
  - assistere le società nella scelta dei loro consulenti;
  - assistere il Tesoro e le società in fase di conferimento degli incarichi di valutazione;
  - svolgere funzioni di referente per i consulenti e le società;
  - assistere le società in fase di affidamento della guida dei consorzi di collocamento.
4. Mezzi a disposizione del Comitato:
  - la segreteria del Comitato sarà assicurata dalla Direzione Generale del Tesoro che potrà essere affiancata, ove necessario, da strutture della Presidenza del Consiglio e dei Ministeri dell'Industria e del Bilancio. Un funzionario della Direzione Generale del Tesoro parteciperà alle riunioni del Comitato per espletare i compiti di segretariato;
  - diritto di accesso alle informazioni in possesso delle società interessate al programma, naturalmente sotto il vincolo della segretezza;
  - possibilità di avvalersi di supporti esterni; in tale quadro potrebbe essere opportuno nominare due "advisors" del Comitato, uno per il coordinamento delle attività nazionali, l'altro per quelle estere.

- determinazione dell'arco temporale delle operazioni di privatizzazione;
- scelta dei criteri per l'individuazione dei consulenti che dovevano assistere le società nelle diverse fasi del processo di privatizzazione (valutazione, preparazione delle operazioni e collocamento) e conseguente loro selezione mediante formazione di opportune liste;
- adozione di norme organizzative e di funzionamento del Comitato stesso;
- consultazioni, audizioni e scambio di informative con gli altri attori del processo di privatizzazione;
- incontri e lavori preparatori per le operazioni di collocamento relative alle società facenti capo all'IRI ed all'IMI, nonché di ENI, ENEL e INA;
- esame delle procedure di determinazione dei prezzi di vendita delle azioni da collocare sul mercato, proposte per ogni singola società.

In considerazione delle specifiche finalità dell'indagine, dopo una attenta disamina della totalità dei verbali relativi alle diverse operazioni riguardanti le società da privatizzare, la stessa è stata indirizzata solo ad alcune delle operazioni più significative, tralasciando le altre, sebbene in alcuni casi di grande rilievo, ma ripetitive nel *modus operandi* rispetto a quelle esaminate (Banco di Napoli, Banca Nazionale del Lavoro, Eni, Medio Credito Friuli Venezia Giulia, Medio Credito centrale, Fime, Tirrenia, Wind, Alitalia e Cassa Depositi e Prestiti).

Pertanto, l'esame ha riguardato l'attività del Comitato relativamente alle seguenti privatizzazioni:

- Stet-Seat-Telecom (dal 27 luglio 1993 al 15 aprile 2003);
- Ente Nazionale Energia Elettrica –ENEL (dal 27 luglio 1993 al 1 luglio 2005);

*A seguito della esposizione del Presidente, si apre una discussione sulle problematiche connesse alla scelta e al ruolo del (o degli) advisors del Comitato.*

*In tale prospettiva va collocata la questione dei 30 giorni fissati nella delibera del Presidente del consiglio dei Ministri per l'avvio delle procedure di privatizzazione delle società indicate nella delibera stessa. Il Comitato concorda nel ritenere che tali procedure potrebbero intendersi avviate qualora entro i termini predetti fossero nominati gli advisors del Tesoro e delle società da privatizzare.*

*Il Presidente suggerisce anche l'opportunità che nella determinazione dei criteri per la selezione degli advisors il Comitato possa avvalersi della consulenza di un Magistrato della Corte dei Conti.*

*Quanto alle modalità di funzionamento del Comitato, il Presidente propone che le riunioni abbiano cadenza settimanale e si svolgano di preferenza a Roma presso il Ministero del Tesoro – Direzione Generale del Tesoro.*

*Alle riunioni oltre ai membri del Comitato, al funzionario della Direzione Generale del Tesoro con compiti di segretariato e ai rappresentanti del consulente del Comitato, potranno essere chiamati a partecipare gli amministratori delegati delle società ed altri esperti.*

*Si decide di evitare contatti diretti tra i membri del Comitato e la stampa, intermediari ecc.. Il Presidente agirà come unico portavoce.*

*Il Presidente si impegna infine a porre alla Presidenza del Consiglio il problema del bilancio del Comitato in tutte le sue implicazioni.*

*La riunione si conclude alle ore 12,30. Si determina di fissare un nuovo incontro per il giorno 13 luglio 1993 alle ore 16,00 in Roma.*

*I Membri del Comitato"*



- Autostrade (dal 10 febbraio 1997 al 21 ottobre 1999);
- Aeroporti di Roma (dal 12 marzo 1998 al 13 giugno 2000);
- Ente Tabacchi Italiani -ETI (dal 9 luglio 2002 al 16 luglio 2003)

Esaminati i verbali e l'altra documentazione acquisita, si espongono nei paragrafi seguenti gli elementi emersi.

## **4.2 STET - TELECOM ITALIA**

### **4.2.1 Cenni storici sulle società Stet – Telecom Italia**

Fino alla riforma del 1992 il settore delle Telecomunicazioni in Italia era caratterizzato da una pluralità di operatori. I servizi di Telecomunicazione e la gestione delle infrastrutture erano svolti, in regime di monopolio, direttamente dallo Stato o da soggetti operanti in regime di concessione, fondandosi tale regime di riserva statale su motivazioni di ordine politico-sociale.

L'obiettivo principale della riforma del settore, realizzata con la legge 29 gennaio 1992, n. 58, è stato quello di superare il frazionamento delle competenze attraverso la nascita di un unico gestore, così da eliminare le duplicazioni esistenti e conseguire un recupero dell'efficienza e dell'economicità della gestione.

Tale obiettivo è stato appunto realizzato con la fusione in Stet, controllata dall'Iri, di cinque società operanti nel settore telefonico: Sip, Iritel, Italcable, Telespazio e Sirm. La fusione, deliberata dalle assemblee straordinarie di tali società il 19 maggio 1994, ha dato vita ad una nuova compagine societaria denominata Telecom Italia.

Contestualmente Seat (divisione operativa di Stet che si occupava della pubblicazione di Pagine Gialle) veniva scissa e costituita in società per azioni con lo scopo della sua successiva dismissione delle azioni possedute dal Ministero del Tesoro. Le procedure di dismissione sono state avviate con DPCM 6 febbraio 1997.

In seguito si è provveduto alla separazione delle attività satellitari deregolate (gennaio 1995) e della attività radiomobili (luglio 1995) dalle altre attività di Telecomunicazione svolte da Telecom Italia, con la costituzione di due nuove società: Nuova Telespazio e Telecom Italia Mobile (il cui capitale sociale era controllato per il 63,01% da Stet).

### **4.2.2 Privatizzazione**

La privatizzazione della Stet era un'operazione essenziale al fine di una progressiva riduzione dell'indebitamento dell'Iri, oggetto degli impegni assunti dal Governo italiano verso l'Unione Europea, cosicché nel documento di programmazione economica e finanziaria 1997-1999 venivano precisati i passaggi normativi volti al collocamento delle azioni Stet.

Allo scopo di assicurare l'equilibrio della posizione patrimoniale dell'Iri, nel dicembre 1996 la partecipazione azionaria nella Stet veniva ceduta al Ministero

del tesoro e, nel luglio 1997 veniva effettuata la fusione di Telecom Italia nella Stet, che assumeva poi la denominazione sociale di Telecom Italia.

A seguito della fusione la costituenda società risultava partecipata al 48,17% dal Tesoro. La vendita di tale quota è avvenuta nel periodo ottobre/novembre 1997.

Il DPCM dell'8 agosto 1997, al fine di costituire un azionariato stabile, disponeva che l'alienazione della partecipazione del Tesoro nella Telecom Italia avvenisse sia mediante offerta pubblica di vendita che mediante trattativa privata.

Nell'ottobre successivo il Ministero del tesoro annunciava la cessione della propria partecipazione residua in Telecom Italia da attuarsi mediante offerta globale (composta da un'OPV e da un collocamento privato destinato ad investitori italiani ed esteri).

Prima dell'inizio dell'OPV il Comitato dei Ministri per le privatizzazioni, sentito il parere del Comitato permanente di consulenza globale e garanzia per le privatizzazioni, determinava il prezzo massimo di collocamento in lire 11.200 per azione. Il prezzo di offerta, determinato il 25 ottobre 1997, era di 10.908 lire per il pubblico indistinto, di 10.795 lire per i dipendenti della società e di 11.200 lire per gli investitori istituzionali.

Il regolamento dell'offerta globale (*closing*) si realizzava il 4 novembre 1997. Il prezzo di collocamento era di 10.902 lire. Dalla vendita del 35,26% del capitale si ricavavano circa 26.000 miliardi di lire.

La vendita della quota di azioni Seat posseduta dal Tesoro avveniva nel periodo luglio-novembre 1997. Per l'operazione venivano incaricati Lehman Brothers (*Consulente finanziario globale*), SBC Warburg (*valutatore*) e Morgan Guaranty Trust of N.Y.- JP Morgan (*valutatore*). La procedura seguita è stata quella prevista dal DPCM del 6 febbraio 1997, secondo la quale all'alienazione della partecipazione doveva provvedersi mediante procedura competitiva, in prosecuzione della procedura avviata dall'Iri.

#### **4.2.3 La vendita di azioni Seat Pagine Gialle**

Nel 1996 la Seat, divisione editrice degli elenchi telefonici, veniva scissa da Telecom Italia allo scopo di massimizzare gli effetti della privatizzazione.

La dimensione dell'operazione, sulla base dei dati ufficiali del Ministero dell'economia e delle finanze, può riassumersi nei dati che emergono dalla tabella a seguito riportata.

**Dimensione dell'operazione rispetto al Capitale sociale**

<i>Capitale sociale</i>	<i>lire</i>	<i>264.060.606.050</i>
Numero azioni		5.281.212.121
di cui Azioni ordinarie		3.834.312.121
di cui Azioni di risparmio		1.446.900.000
Valore nominale	<i>lire</i>	50
Azioni ordinarie del Tesoro prima dell'operazione:		2.349.420.791
Quota Tesoro sul cap. ordinario prima dell'operazione:		61,27%
Azioni di risparmio del Tesoro prima dell'operazione:		13.477.353
Quota Tesoro sul cap. di risparmio prima dell'operazione:		0,93%
Quota complessiva del Tesoro prima dell'operazione:		44,74%

Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica-relazione sulle privatizzazioni al Parlamento

Ai tre raggruppamenti ammessi alla fase finale della gara (GTE Directories, ITT World Directories e un gruppo di investitori finanziari guidato da COMIT), il Tesoro comunicava la procedura per la formulazione delle offerte finali unitamente al testo contrattuale condiviso dagli acquirenti.

Le offerte pervenute al Tesoro entro il termine del 21 luglio 1997 erano soltanto due non avendo la GTE Directories presentato l'offerta finale.

L'offerta presentata da ITT World Directories era considerata invalida dal Tesoro e, conseguentemente, veniva accettata l'unica offerta valida, presentata dal raggruppamento Ottobi guidato da COMIT (di cui facevano parte De Agostini, quale maggiore azionista, la Telecom, con una quota del 20%, e Investitori Associati). Ciò consentiva all'offerente di avviare negoziazioni per accordi strategici con Telecom Italia, così come previsto dalla procedura.

In data 25 novembre 1997, a seguito del parere favorevole dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, si perfezionava il trasferimento della quota di azioni Seat posseduta dal Ministero del Tesoro e si effettuava il regolamento dell'operazione di vendita con un incasso lordo di lire 642.617.962.149 a fronte della cessione di 2.349.420.791 azioni ordinarie e di 13.477.353 azioni di risparmio.

Detto importo veniva versato al capitolo 4055 dello stato di previsione dell'entrata del bilancio dello Stato, per poi affluire al "Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato", ad eccezione di 12 miliardi di lire, versati al capitolo 4056, destinato alla copertura degli oneri connessi alle operazioni di privatizzazione.

Le spese relative ai compensi da corrispondere ai consulenti, pari a circa 4 miliardi di lire, non fatturate al momento dell'incasso dei proventi della vendita, sarebbero state poi coperte con i fondi stanziati al capitolo 4056. Dalla relazione sulle privatizzazioni del Ministero del tesoro, la cui data non è stato possibile rinvenire, risulta soltanto indicata la spesa dei 4 miliardi di lire.

#### 4.2.4 La vendita della prima quota di Telecom Italia

La dimensione dell'operazione, sulla base dei dati ufficiali del Ministero dell'economia e delle finanze, può riassumersi con il prospetto che segue:

<b>Dimensione dell'operazione</b>	
<i>Capitale sociale</i>	<i>lire</i> 7.421.251.726.000
Numero azioni	7.421.251.726
di cui:	
Azioni ordinarie:	5.255.131.631
Azioni di risparmio non convertibili:	2.166.120.095
Valore nominale:	<i>lire</i> 1.000
Azioni ordinarie del Tesoro prima dell'operazione:	2.349.420.791
Quota Tesoro sul cap. ordinario prima dell'operazione:	44,71%
Azioni di risparmio del Tesoro prima dell'operazione:	13.477.353
Quota Tesoro sul cap. di risparmio prima dell'operazione:	0,62%
Quota complessiva del Tesoro prima dell'operazione:	31,84%

Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica-relazione sulle privatizzazioni al Parlamento

La vendita della quota detenuta dal Tesoro in Telecom Italia si concretizzava nel periodo ottobre/novembre 1997.

Con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri dell'8 agosto 1997 si stabiliva che l'alienazione della partecipazione detenuta dal Ministero del tesoro in Telecom Italia, anche al fine di costituire un azionariato stabile, fosse effettuata sia mediante offerta pubblica di vendita e sia per mezzo di trattativa diretta.

Per la transazione venivano incaricate Mediobanca e Barclays de Zoete Wedd quali *Global Coordinator* e Euromobiliare e Morgan Stanley quali *advisor* e *valutatori*.

In data 4 ottobre 1997 il Ministero del tesoro annunciava la cessione della propria partecipazione residua in Telecom Italia (dopo la costituzione

dell'azionariato stabile) per mezzo di un'offerta globale composta da un'offerta pubblica di vendita di azioni in Italia (OPV), un collocamento privato destinato agli investitori istituzionali italiani ed esteri articolato per Italia, UKE e RoW (Resto del Mondo) e un'offerta pubblica negli Stati Uniti d'America e in Canada.

In Italia l'offerta pubblica era effettuata con la tecnica dell'offerta a prezzo aperto, in base alla quale il prezzo dell'OPV (stabilito alla chiusura dell'OPV stessa) era pari al minore tra i seguenti:

- 1.** il prezzo ufficiale delle azioni ordinarie Telecom Italia registrato sul Sistema Telematico delle Borse Valori italiane nell'ultimo giorno di offerta ridotto dello sconto applicabile nell'ambito dell'offerta al pubblico indistinto, ovvero ridotto dello sconto applicabile ai dipendenti del Gruppo per la quota loro riservata;
- 2.** il prezzo massimo di collocamento;
- 3.** il prezzo dell'offerta istituzionale, da determinarsi in base all'andamento della raccolta degli ordini provenienti dagli investitori istituzionali.

Al momento dell'annuncio della cessione il Ministero del tesoro, d'intesa con i *Global Coordinator* e previa consultazione con l'*advisor*, aveva quantificato la percentuale dello sconto per la determinazione del prezzo di vendita, fissandola nella misura del 3% per il pubblico indistinto e del 4% per i dipendenti del Gruppo Telecom Italia.

Il 18 ottobre 1997, prima dell'inizio dell'OPV, il Comitato dei Ministri per le privatizzazioni, sentito il parere del Comitato permanente di consulenza globale e garanzia per le privatizzazioni, dei *Global Coordinator* e degli *advisor*, aveva determinato il prezzo massimo di collocamento applicabile agli aderenti all'OPV, fissandolo a 11.200 lire per azione, pari alla media dei prezzi ufficiali registrati nelle due settimane precedenti.

Il prezzo di offerta, determinato il 25 ottobre 1997, risultava pari a:

- lire 10.908 per il pubblico indistinto, pari al prezzo ufficiale del titolo Telecom ITALIA registrato sul Sistema Telematico delle Borse Valori italiane il giorno 24 ottobre 1997, ridotto dello sconto del 3%;
- lire 10.795 per i dipendenti del Gruppo, pari al prezzo ufficiale del titolo Telecom ITALIA registrato sul Sistema Telematico delle Borse Valori italiane il giorno 24 ottobre 1997, ridotto dello sconto del 4%;
- lire 11.200 per gli investitori istituzionali, sentito il parere del Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia per le privatizzazioni, dei *Global Coordinator* e degli *advisor*.

Le caratteristiche dell'offerta annunciate il 4 ottobre 1997 erano state le seguenti:

- 1.500.000.000 di azioni ordinarie (pari al 28,5% del capitale ordinario);
- l'esercizio dell'opzione *green shoe* per un ammontare di 225.000.000 di azioni;
- un quantitativo minimo di 700.000.000 di azioni destinate al pubblico indistinto italiano (OPV), di cui una quota non superiore al 25% riservata ai dipendenti del Gruppo Telecom ITALIA.

Le Casse incaricate di raccogliere le adesioni da parte del pubblico avevano garantito comunque l'acquisto di un ammontare pari a 800.000.000 di azioni;

- 480.000.000 di azioni riservate agli investitori istituzionali italiani ed esteri;
- 220.000.000 di azioni riservate all'offerta pubblica negli Stati Uniti e in Canada.

Dalla domanda registrata nel corso della fase di raccolta degli ordini, sia da parte del pubblico in Italia, che da parte degli investitori istituzionali, il Ministero del tesoro decideva di aumentare l'offerta globale di 5.000.000 di azioni.

L'offerta globale diveniva, pertanto, di 1.505.000.000 di azioni, cui dovevano aggiungersi 225.000.000 di azioni utilizzate per l'esercizio della *green shoe*.

Il collocamento era stato riservato:

- al pubblico dei risparmiatori italiani e ai dipendenti del Gruppo Telecom Italia;
- agli investitori professionali italiani, come definiti nell'art.4, comma 1, lettera a) della delibera Consob 6430 del 26 agosto 1992;
- agli investitori istituzionali esteri, definiti dalle relative legislazioni;
- al pubblico negli Stati Uniti e in Canada.

Nell'ambito dell'offerta erano stati previsti i seguenti incentivi per i risparmiatori:

**a)** sconto sul prezzo ufficiale del titolo.

Il 3% per il pubblico indistinto e il 4% per i dipendenti del Gruppo, entrambi riferiti al prezzo ufficiale delle azioni di Telecom Italia, registrato sul Sistema Telematico delle Borse Valori italiane il giorno 24 ottobre 1997, giorno di chiusura dell'OPV;

**b)** *bonus share*, ossia l'attribuzione ai sottoscrittori in sede di OPV di una azione gratuita ogni 10 assegnate e mantenute per un periodo ininterrotto di

dodici mesi dalla data di pagamento, fino ad un massimo di 300 azioni gratuite per ciascun sottoscrittore.

L'opzione di azione gratuita poteva esercitarsi entro il termine di decadenza del 4 febbraio 1999.

L'offerta al pubblico dei risparmiatori italiani (OPV) veniva effettuata tramite un consorzio il cui Gruppo di direzione vedeva quale banca capofila e coordinatrice Mediobanca e di cui facevano parte le principali banche italiane.

L'offerta istituzionale era sottoscritta da tre consorzi per Regioni mondiali: Italia, Regno Unito, Repubblica d'Irlanda e Resto del Mondo. I coordinatori erano Mediobanca (Italia), Barclays de Zoete Wedd (UK e Irlanda), Goldman Sachs Int (Resto del Mondo), Morgan Stanley Dean Witter (USA e Canada). I tempi dell'operazione sono risultati essere quelli che emergono dalla tabella di seguito riprodotta.



### Cronologia dell'operazione

6 ottobre 1997	avvio della raccolta ordini istituzionali ( <i>book building</i> )
18 ottobre 1997	fissazione del prezzo massimo dell'OPV
20 ottobre 1997	apertura dell'OPV
24 ottobre 1997	chiusura dell'OPV e del <i>book-building</i>
25 ottobre 1997	annuncio del prezzo di offerta
27 ottobre 1997	assegnazione delle azioni
4 novembre 1997	regolamento di vendita dell'offerta globale ( <i>closing</i> )
7 gennaio 1998	regolamento di vendita della <i>green shoe</i>

Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica-relazione sulle privatizzazioni al Parlamento

La domanda complessiva risultava pari a 3,9 miliardi circa di azioni di cui:

- il 75% proveniente dal pubblico dei risparmiatori (OPV);
- l'8,2% proveniente dagli investitori statunitensi e canadesi (USA);
- l'8,1% proveniente dagli investitori istituzionali del resto del mondo;
- il 5,8% proveniente dagli investitori istituzionali italiani;
- il 2,9% proveniente dagli investitori istituzionali di Regno Unito e della Repubblica d'Irlanda ( UKE ).

Sulla base della quantità e qualità della domanda e dell'andamento dei prezzi delle azioni successivamente al collocamento, l'opzione *green shoe* era stata esercitata per 225.000.000 di azioni e, di conseguenza, nell'offerta globale venivano collocate complessivamente 1.730.000.000 di azioni.

Il regolamento dell'operazione di vendita agli azionisti stabili avveniva in data 6 novembre 1997.

Il prezzo per azione era pari a lire 11.200.

L'incasso lordo a fronte della vendita di 347.767.608 azioni era pari a lire 3.946.811.336.608.

Tale importo includeva anche un premio pari complessivamente a lire 51.814.127.008.

Il regolamento dell'offerta globale avveniva il 4 novembre 1997. L'incasso lordo a fronte della vendita di 1.505.000.000 di azioni dell'offerta globale era pari a lire 16.412.930.825.394.

In sede di versamento dei proventi della vendita, venivano trattenute:

- lire 416.298.865.310 per commissioni da corrispondere ai collocatori;
- lire 64.246.829.163 relative a compensi ai consulenti, spese relative agli adempimenti con la *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) e ad altri adempimenti normativi.

L'importo netto pari a lire 15.932.385.130.921 era versato al capitolo 4055 dello stato di previsione dell'entrata del bilancio dello Stato, destinato al finanziamento del "Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato".

Il regolamento di vendita relativo alla *green shoe* si realizzava il 7 gennaio 1998.

L'incasso lordo a fronte della vendita di 225.000.000 di azioni destinate all'esercizio della *green shoe* era pari a lire 2.520.000.000.000.

In sede di versamento di detti proventi venivano trattenute lire 41.106.681.207 relative a compensi a consulenti e lire 36.288.000.000 per commissioni da corrispondere ai collocatori.

Al bilancio dello Stato (cap.4055) affluivano lire 2.442.605.318.793.

A fronte del prestito ai *Global Coordinator* di 225.000.000 di azioni per l'esercizio della *green shoe* erano corrisposte al Tesoro, come commissioni sul prestito, lire 2.927.342.466, anch'esse affluite al bilancio dello Stato.

**Dimensione finanziaria dell'operazione**

Numero di azioni vendute (offerta globale e azionisti stabili)		2.077.767.608
Prezzo di vendita	<i>lire</i>	10.908 10.795 11.200
Commissioni su prestito ( <i>green shoe</i> )	<i>lire</i>	2.927.342.466
Incasso lordo	<i>lire</i>	22.882.669.504.468
Commissioni e altre spese	<i>lire</i>	557.940.375.680
Incasso netto versato sul cap. 4055	<i>lire</i>	22.324.729.128.788

Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica-relazione sulle privatizzazioni al Parlamento

Erano, inoltre, versate alla Consob lire 3.154.435.309, quali contributi dovuti per lo svolgimento dell'OPV, a valere sul capitolo di spesa relativo al pagamento degli oneri derivanti dalle operazioni di privatizzazione (capitolo 4408).

Le spese concernenti i rimanenti compensi da corrispondere ai consulenti, non fatturate al momento dell'incasso dei proventi della vendita, venivano successivamente coperte, con i fondi appositamente stanziati in occasione delle precedenti operazioni di privatizzazione al capitolo 4056.

In applicazione a quanto previsto nel decreto dell'8 agosto 1997, il Ministero del tesoro aveva condotto alcune trattative bilaterali per la cessione di una quota di azioni ordinarie detenute in Telecom Italia per la costituzione di un azionariato stabile.

In data 25 settembre 1997 venivano sottoscritti i contratti con i componenti l'azionariato stabile (composto dall'Ifil, da banche e da assicurazioni) che si erano impegnati a non cedere le azioni acquistate per un periodo di tre anni.

Il numero delle azioni complessivamente ceduto ai suddetti azionisti stabili era pari a 347.767.608, per una quota del 6,6% del capitale ordinario di Telecom Italia.

Il regolamento di vendita avveniva in data 6 novembre 1997.

Alle società AT&T ed Unisource era, inoltre, riservato l'1,2% del capitale ordinario ciascuna ed il perfezionamento dell'accordo era subordinato alla conclusione dell'alleanza strategica con Telecom Italia.

#### 4.2.5 La vendita della seconda quota di Telecom Italia

La vendita della quota residua di Telecom Italia posseduta dal Tesoro (3,46% del capitale ordinario e 0,66% del capitale azionario di risparmio) avveniva nel dicembre del 2002.

Per la transazione erano incaricate Morgan Stanley (*Global Coordinator*) e ABN Amro Rothschild (Consulente finanziario e Valutatore).

La dimensione dell'operazione, sulla base dei dati contenuti nella Relazione al Parlamento dell'aprile 2003, può riassumersi nei seguenti dati:

#### Dimensione dell'operazione rispetto al Capitale sociale

<i>Capitale sociale</i>	<i>euro</i>	4.022.976.928,30
Numero azioni ordinarie		5.261.381.481
Numero azioni di risparmio		2.053.122.025
Valore nominale azioni ordinarie e di risparmio	<i>euro</i>	0,55
Azioni ordinarie del Ministero prima dell'operazione		182.085.456
Azioni di risparmio del Ministero prima dell'operazione		13.477.353
Quota del Ministero prima dell'operazione sul capitale ordinario		3,46%
Quota del Ministero prima dell'operazione sul capitale di risparmio		0,66%
Azioni ordinarie cedute dal Ministero		182.085.456
Azioni di risparmio cedute dal Ministero		13.477.353
Quota residua del Ministero dopo l'operazione		0%
Introiti lordi	<i>euro</i>	1.434.105.873,24

Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica-relazione sulle privatizzazioni al Parlamento

L'offerta veniva riservata soltanto agli investitori istituzionali ed era realizzata con la tecnica dell'*accelerated bookbuilding*<sup>8</sup>. Nel caso specifico di Telecom il residuo pacchetto azionario veniva offerto nella sola giornata del 9 dicembre 2002.

Tale tecnica, in aggiunta all'accelerazione dei tempi di realizzazione, aveva consentito la minimizzazione dei costi di documentazione, non richiedendo né la presentazione di prospetti informativi, né la realizzazione di campagne pubblicitarie e permettendo, inoltre, al Ministero di mantenere la necessaria flessibilità e poter usufruire al meglio delle opportunità di mercato.

Sulla base della qualità e quantità degli ordini di acquisto ricevuti, il Ministero del tesoro, nella stessa giornata del 9 dicembre, determinava il prezzo di cessione delle azioni ordinarie e di risparmio, rispettivamente, in € 7,50 e € 5,08.

Il Ministero aveva ritenuto di sfruttare un periodo di rialzo delle azioni Telecom Italia per collocare il pacchetto azionario residuo in suo possesso.

Dall'inizio del mese di ottobre 2002 al 6 dicembre 2002, ultima seduta borsistica prima dell'operazione, i titoli del comparto delle Telecomunicazioni avevano mostrato segnali di ripresa.

Alla data del 6 dicembre 2002 il titolo di Telecom Italia aveva registrato una miglior *performance* per il 2002 sia del MIB30 (+5,9 %) che dell'indice del comparto europeo delle Telecomunicazioni: DJ EURO STOXX Telecom (+12,7 %).

In una situazione di persistente volatilità dei mercati, si riteneva prudente e ragionevole avvalersi dell'opportunità offerta dal mercato, anche considerato il numero di operazioni completate nelle settimane precedenti.

---

<sup>8</sup> In generale tale tecnica consiste nella vendita di azioni mediante raccolta di ordini di acquisto provenienti da investitori istituzionali che si perfeziona in tempi molto ristretti (solitamente da 1 a 3 giornate borsistiche). Più specificamente l'*Accelerated Bookbuilding Offer* (ABO) è una tecnica per la vendita di azioni agli investitori istituzionali che si perfeziona in tempi molto ristretti, consentendo il contenimento dei costi di documentazione; infatti essa non richiede la presentazione di prospetti informativi e la realizzazione di campagne pubblicitarie. La banca incaricata dell'operazione, dopo avere effettuato un rapido *pre-marketing* per verificare che esistano le condizioni per effettuare il collocamento, lancia l'operazione, raccoglie rapidamente gli ordini e sulla base di questi propone un prezzo al venditore. La raccolta degli ordini avviene in genere entro una o due giornate; il momento di conclusione dell'offerta è comunque flessibile per meglio sfruttare l'andamento del mercato.

La principale criticità di questa tecnica consiste nel potenziale impatto negativo sul prezzo del titolo al lancio dell'operazione, effetto tipico di tutte le operazioni a mercato aperto. Il venditore, infatti, rimane esposto al rischio di mercato per tutta la durata del *bookbuilding*, diversamente da quanto avviene nella tecnica alternativa del *Marketed Block Trade* (MBT), dove la banca incaricata acquista i titoli ad un prezzo fisso che incorpora uno sconto in genere rilevante, in quanto la stessa banca si accolla il rischio della rivendita. Rispetto al MBT, l'ABO migliora il profilo di trasparenza dell'operazione ed anche le condizioni economiche poiché lo sconto è generalmente minore. Il venditore rimane infatti coinvolto nel processo di allocazione dei titoli agli investitori istituzionali e, grazie alla opzione *green shoe*, le banche hanno la possibilità di stabilizzare il corso del titolo nell'*aftermarket*. Inoltre, pur non garantendo un collocamento certo ad un prezzo prefissato, l'ABO consente al venditore maggiore flessibilità: la cessione del blocco è perfezionata solo se il prezzo è accettabile ed esiste anche l'opzione di effettuare un collocamento parziale.

In data 12 dicembre 2002 veniva determinato il regolamento dell'operazione di cessione delle azioni ordinarie e di risparmio, con prezzi finali dell'offerta di euro 7,50 per i titoli ordinari ed euro 5,08 per le azioni risparmio.

L'operazione comportava un incasso lordo complessivo pari ad euro 1.434.105.873,24 di cui euro 1.365.640.920 relativi alla cessione delle azioni ordinarie ed euro 68.464.953,24 ascrivibili alla vendita delle azioni di risparmio

Dell'importo al netto delle commissioni corrisposte ai collocatori – pari a complessivi euro 1.432.670.811 – di cui euro 1.430.770.811 venivano versati al capitolo 4055 dello stato di previsione dell'entrata del bilancio dello Stato, destinato al finanziamento del Fondo di ammortamento ed euro 1.900.000 al capito 4056, destinato a coprire le spese relative ai residui compensi da corrispondere ai consulenti.

#### **4.2.6 L'attività svolta dal Comitato nell'operazione Stet-Seat-Telecom desunta dai verbali**

Con riferimento alla documentazione a disposizione ed in particolare ai verbali relativi alla cessione di Telecom, emerge che il Comitato si è occupato di tale operazione in 30 riunioni (periodo dal 18 dicembre 1996 al 15 febbraio 2003).

Tuttavia, dall'esame dei verbali antecedenti il 18 dicembre 1996, esibiti soltanto successivamente, con la già citata nota del 15.06.2012, prot. n. 4082-SCCGA-Y32-A, risulta che il Comitato sia stato impegnato nell'intervento di collocamento di Stet, società facente capo all'Iri e che rappresenta l'origine della privatizzazione Telecom. Peraltro, non è stato esibito dall'Amministrazione neppure successivamente il verbale del 22 luglio 1996, che pure risulta richiamato nel verbale del 23 gennaio 1997.

L'attività del Comitato relativamente all'operazione Stet – Seat - Telecom è riassuntivamente riportata nell'allegato 2 della presente relazione.

#### **4.2.7 Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Stet – Seat – Telecom**

Sulla base dell'esame dei verbali esaminati<sup>9</sup> e degli altri elementi conoscitivi disponibili, forniti dal Ministero e da Telecom Italia s.p.a., è possibile

---

<sup>9</sup> In una prima fase relativi al solo periodo 18 dicembre 1996 - 15 febbraio 2003, e successivamente comprendenti anche quelli del periodo dal 2 luglio 1993 al 28 novembre 1996 (con esclusione del verbale della riunione 22 luglio 1996, non esibito ma richiamato nel verbale del 23

formulare alcune considerazioni sul ruolo esercitato dal Comitato nella complessa operazione di realizzazione delle partecipazioni in Stet - Seat - Telecom.

Sul piano generale va considerato come tra le competenze degli *advisor* incaricati vi fosse la possibilità di effettuare tutte le opportune analisi economico-finanziarie per giungere ad una complessiva valutazione delle aziende da privatizzare comprendente le loro potenzialità future e gli eventuali rischi insiti nelle operazioni.

Ne deriva che gli *advisor* di Telecom, nell'ambito delle funzioni loro assegnate, avrebbero dovuto predisporre preventivamente alla privatizzazione una vera e propria *due diligence* consistente in un'attività multidisciplinare finalizzata, tra l'altro, all'esatta valutazione del patrimonio immobiliare iscritto in bilancio, tenendo conto del fatto che all'epoca la consistenza immobiliare ammontava nella sua totalità a 6.830.000 mq. e la quota ideale riferibile all'azionista Tesoro, pari al 48,17%, era di 3.275.560 mq.

Sulla base della *due diligence* gli *advisor* avrebbero potuto analizzare diversi aspetti del patrimonio immobiliare.

In particolare:

- a) l'aspetto legale (provenienze, ipoteche, locazioni in essere, ecc.);
- b) quello tecnico/progettuale e urbanistico/edilizio (riscontrando la consistenza e lo stato degli edifici, i costi e i tempi necessari per l'adeguamento degli immobili, la rispondenza dello stato di fatto a quello di diritto, tenendo conto di abusi, condoni e sanatorie);
- c) quello economico-finanziario (uso attuale e potenziale degli immobili).

Per l'ottimizzazione dei risultati della *due diligence* sarebbe stata utile, inoltre, un'estensione dell'analisi anche a tutti gli ulteriori profili: strategico, commerciale, finanziario/creditizio, ambientale, contabile e fiscale al fine di valutare l'opportunità e la convenienza dell'operazione finanziaria nel suo complesso, la congruità della sua entità economica e dei rischi collegati, evidenziando i benefici economici reali connessi all'ammissibile rimozione o contenimento delle difficoltà eventualmente ravvisate.

In sintesi, una approfondita attività di valutazione preventiva avrebbe compiutamente potuto evidenziare l'effettiva situazione economica, finanziaria e patrimoniale degli *asset*, l'efficienza organizzativa e la qualità delle risorse immobiliari, consentendo di fornire i dati necessari per una ottimale valorizzazione del pacchetto azionario pubblico.

---

gennaio 1997, dal quale ultimo risulta che il Comitato medesimo si era già espresso favorevolmente alla fusione Stet - Telecom già nella riunione del 22 luglio 1996).

Di conseguenza, per gli immobili sarebbe stata necessaria una loro accurata ricognizione sotto i diversi profili tecnici e giuridici.

Analogamente si sarebbe dovuto procedere per i beni mobili e i diritti immateriali.

L'attività di valutazione dei consulenti esterni del Tesoro avrebbe dovuto evidenziare anche tali aspetti, al fine di considerare altre opportunità di realizzazione alternative a quelle adottate.

Dall'istruttoria effettuata è emersa evidente l'esigenza di accelerare i tempi della cessione, rinunciando in questo modo ad approfondire aspetti rilevanti quale quello di una più precisa valutazione degli *asset*.

La tecnica di collocamento utilizzata per la vendita sul mercato della prima *tranche* (1997) è stata il *bookbuilding* mentre per la seconda *tranche* di azioni (2002) si è fatto ricorso al metodo dell'*accelerated bookbuilding*<sup>10</sup>; in entrambi i casi si è finito per privilegiare la valutazione societaria più sotto il profilo azionario che sul piano patrimoniale.

Al riguardo occorre ricordare che, il generale principio dell'iscrizione in bilancio al costo di acquisto o di produzione (art. 2426 c.c.), deve essere derogato in "casi eccezionali" qualora il criterio ordinario non consenta una rappresentazione veritiera e corretta (art. 2423 c.c.).

Nella dismissione del portafoglio di maggioranza e, quindi, del "controllo sulla società", si sarebbe forse potuto ravvisare il "caso eccezionale" previsto dalla norma. Conseguentemente, a seguito di un'ipotetica rivalutazione dei cespiti immobiliari, sarebbe stato possibile iscrivere nel bilancio (pre-dismissione) di Telecom Italia una "Riserva da deroghe ex art. 2423 c.c." che avrebbe reso compatibile lo stesso con il principio di rappresentazione veritiera e corretta.

In tal modo, gli eventuali utili derivanti dall'esercizio della deroga, ai sensi dell'art. 2423, comma 4, Cod. Civ., si sarebbero potuti iscrivere in una riserva non distribuibile.

Quindi, la rivalutazione sui cespiti patrimoniali avrebbe avuto lo scopo di valorizzare il patrimonio della società le cui azioni detenute dal Tesoro stavano per essere immesse sul mercato, ma non avrebbe potuto costituire elemento di ricavo e, comunque, non avrebbe potuto essere distribuita ai soci sotto forma di dividendo.

Il ricorso al richiamato art. 2423 c.c. sarebbe stato possibile in quanto prevedibilmente i valori di realizzo delle attività immobiliari si sarebbero discostati

---

<sup>10</sup> Sull'*Accelerated Bookbuilding Offer* (ABO) si rinvia alla precedente nota numero 8.



notevolmente dai valori di iscrizione in bilancio né, d'altro canto, la rivalutazione volontaria avrebbe alterato nella sostanza la potenzialità economica dell'impresa in quanto il capitale di funzionamento sarebbe mutato soltanto formalmente.<sup>11</sup>

Dall'esame della documentazione esibita emerge che il valore di iscrizione in bilancio degli *asset* prima della cessione era notevolmente inferiore ai valori di mercato.

L'introito conseguito dallo Stato per la cessione della quota di capitale Telecom posseduta (48,17%), pari a complessivi Euro 9.679.529.717,17, su una quota ideale del capitale netto pari a Euro 7.754.151.780.00, ha espresso un plusvalore del 24,83%, che soltanto in parte sembra corrispondere alle plusvalenze potenziali del patrimonio immobiliare posseduto.

Se, infatti, si tiene conto delle quotazioni immobiliari dell'epoca e si considera che buona parte degli immobili erano ubicati in zone centrali delle diverse città italiane, si dovrebbe pervenire a valutazioni sensibilmente maggiori di quelle implicitamente espresse nei controvalori realizzati a seguito della cessione azionaria.

Da quanto è emerso, il Comitato e gli *advisor* non hanno preso in considerazione la problematica della rivalutazione dei cespiti patrimoniali anteriormente all'operazione di privatizzazione, presumibilmente perché condizionati dalle pressanti esigenze di finanza pubblica, che hanno probabilmente finito per prevalere sulle potenzialità realizzative dell'operazione.

---

<sup>11</sup> L'opportunità di redditi futuri è stata colta dall'investitore privato il quale, dopo la vendita della prima *tranche* delle azioni del Tesoro, attraverso un'offerta pubblica di acquisto, acquisì la maggioranza delle azioni Telecom (51,02%) ponendo poi in essere quelle operazioni straordinarie (di conferimenti di ramo di azienda, scissioni, conferimenti e cessioni dei vari immobili già di proprietà di Telecom Italia poi confluiti in varie società) che avrebbero permesso di lucrare le relative plusvalenze. Va ricordato che a poco più di due anni dal lancio dell'OPA, la cessione azionaria in data del 28 luglio 2001 della capogruppo Bell, che deteneva il pacchetto di controllo di Telecom, consentiva il realizzo di una plusvalenza di circa 1,9 miliardi euro.

## 4.3 ENEL

### 4.3.1 Cenni storici sulla società

A seguito della nazionalizzazione dell'energia elettrica, con la legge 6 dicembre 1962, n. 1643, fu istituito l'Ente Nazionale per l'Energia Elettrica (ENEL), ente pubblico economico avente il compito di esercitare, in tutto il territorio nazionale, le attività di produzione, importazione e esportazione, trasporto, trasformazione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica.

L'ente, assoggettato alla vigilanza del Ministero delle Attività Produttive (già dell'Industria), svolgeva la propria attività secondo le direttive C.I.P.E. (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) ed era autorizzato ad emettere obbligazioni.

Nel 1992 l'ENEL veniva trasformato in società per azioni e, a partire dal 1° gennaio 1997, nell'ambito della ristrutturazione in atto nel settore elettrico italiano ed in armonia con la direttiva europea sul Mercato interno dell'elettricità approvata nel giugno 1996, adottava un nuovo modello organizzativo che si basava su:

- una struttura centrale (Corporate) con compiti d'indirizzo e controllo;
- tre divisioni (Produzione, Trasmissione e Distribuzione) con larga autonomia operativa e gestionale;
- un numero limitato di strutture di servizio tecnico-gestionali con il compito di fornire alcuni servizi fondamentali (ingegneria e costruzioni, informatica, Telecomunicazioni, ricerca, ecc.) a tutte le unità della società.

A seguito della prevista liberalizzazione del mercato dell'energia elettrica, alla fine degli anni '90, l'ENEL avviava una profonda opera di riorganizzazione interna, investendo in nuove attività.

Nel 1999 concludeva una *joint venture* con France Télécom e Deutsche Telekom, denominata Wind (di cui l'ENEL deteneva il 51%), operatore di servizi di telefonia (fissa, mobile ed internet) e produttore di applicazioni multimediali.

Sempre nel settore delle Telecomunicazioni, nel 2000 acquistava Infostrada per dare vita con Wind a un nuovo sistema telefonico.

Nello stesso anno Deutsche Telekom si ritirava dalla *joint venture* e vendeva a ENEL la sua partecipazione mentre nel 2003 a seguito del rientro di France Télécom, ENEL restava l'unica proprietaria di WIND.

Alla fine degli anni '90 ENEL entrava anche nel settore idrico con l'acquisizione delle società Acquedotti pugliesi, Sogesid, Ente irrigazione Puglia e

Basilicata ed avviava la privatizzazione delle centrali elettriche del gruppo con il collocamento sul mercato di azioni ordinarie, pari al 31,74% del capitale sociale.

Nel 2003 l'azienda completava la privatizzazione delle centrali elettriche che erano state riunite in tre società: Elettrogen, Eurogen e Interpower, ora divenute concorrenti significative di ENEL per l'erogazione di energia elettrica.

Nel 2005 ENEL ha acquisito l'azienda elettrica slovacca Slovenske Elektrarne.

#### **4.3.2 La privatizzazione**

La privatizzazione dell'ENEL, già sospesa nel 1996, veniva riavviata nel maggio 1999, a seguito dell'attuazione della direttiva 96/92 CE recante norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica. Al momento dell'avvio del processo di privatizzazione, il capitale sociale di ENEL spa, interamente posseduto dal Tesoro, era pari a 12.126 mld di lire circa.

La vendita della prima tranche veniva realizzata nel periodo settembre-novembre 1999, con il collocamento da parte del Ministero del Tesoro del 30% del capitale di ENEL (3,7 miliardi di azioni circa) a cui si aggiungeva l'1,74% del capitale relativo alle azioni utilizzate per l'esercizio della *green shoe*.

La vendita della seconda tranche si concludeva nell'ottobre 2003 con il collocamento, presso investitori istituzionali, di un altro 6,6% del capitale sociale (2,1 miliardi di euro circa) e la quota di partecipazione statale nel capitale ENEL passava al 60,98% circa.

Con decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge n. 326 del 2003, si disponeva la trasformazione della CDP in società per azioni e si demandava ad un decreto ministeriale l'individuazione delle partecipazioni societarie da trasferire dal Ministero alla stessa CDP.

Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003 si regolava la vendita alla CDP del 10,35% del capitale di ENEL e si determinava il prezzo di cessione delle azioni sulla scorta di una relazione giurata di stima, prodotta congiuntamente da Credit Suisse First Boston Ltd. e Ernst & Young Financial - Business Advisor Spa.

La cessione delle partecipazioni, avvenuta il 12 dicembre 2003, fruttava introiti pari a 3,16 miliardi di euro.

Nell'ottobre del 2004 veniva collocata sul mercato la terza tranche di ENEL spa, pari al 18,86% del capitale sociale, mediante un'offerta globale agli investitori istituzionali giapponesi (per circa 7,5 miliardi di euro) e, nel luglio 2005 veniva ceduta anche la quarta tranche pari al 9,35% del capitale sociale, per un introito lordo di 4,1 miliardi di euro circa.

Sulla base degli elementi riportati nelle Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni predisposte dal Ministero del tesoro, si indicano le caratteristiche principali delle quattro operazioni di vendita delle azioni ENEL da parte del Tesoro.

#### **4.3.3 La vendita della prima quota di ENEL SpA**

Il collocamento della prima tranche di azioni dell'ENEL è avvenuto nel periodo settembre-novembre 1999.

Per la transazione venivano incaricati Mediobanca e Merrill Lynch International, quali coordinatori globali e Dresdner Kleinwort Benson in qualità di *advisor* e valutatore.

La vendita avveniva mediante offerta globale, composta da un'offerta pubblica di vendita (OPV) in Italia, che comprendeva:

- una tranche di azioni riservate ai dipendenti del gruppo ENEL;
- un'offerta pubblica negli USA, rivolta anche a investitori istituzionali statunitensi;
- un collocamento privato rivolto ad investitori istituzionali italiani ed esteri.

L'offerta pubblica in Italia si effettuava con la tecnica dell'offerta a prezzo aperto in base alla quale il prezzo dell'OPV, stabilito alla chiusura dell'OPV stessa, era pari al minore tra il prezzo dell'offerta istituzionale (determinato in base all'andamento della raccolta degli ordini provenienti dagli investitori istituzionali) e il prezzo massimo (determinato entro il giorno precedente l'inizio dell'offerta).

L'incasso lordo a seguito della vendita di oltre 3,6 milioni di azioni è stato pari a 15,641 miliardi di euro.

L'operazione ha comportato costi per oltre 297 mln di euro tra commissioni ai collocatori e compensi ai consulenti.

Per ciò che riguarda la struttura dell'offerta, la stessa prevedeva un quantitativo minimo di 970 mln di azioni destinate al pubblico indistinto italiano (OPV), di cui una quota non superiore al 25% riservata ai dipendenti del Gruppo ENEL, e un quantitativo di n. 1.212.500.000 azioni riservate ad investitori istituzionali italiani ed esteri.

Nell'ambito dell'offerta era previsto l'incentivo della *bonus share*, ossia l'attribuzione ai sottoscrittori in sede di OPV di dieci azioni gratuite per ogni 200 azioni assegnate e mantenute per un periodo ininterrotto di dodici mesi dalla data di pagamento, fino a un massimo di 150 azioni gratuite per ciascun sottoscrittore.

Per i dipendenti del Gruppo ENEL tale premio era stato stabilito in 11 azioni gratuite ogni 200 azioni acquistate in sede di OPV, fino a un massimo di 165

azioni gratuite per ogni sottoscrittore. L'opzione di azione gratuita era esercitabile entro il termine di decadenza del 5 dicembre 2000.

L'offerta al pubblico dei risparmiatori italiani (OPV) veniva effettuata tramite un consorzio il cui Gruppo di Direzione vedeva, quale banca capofila e coordinatrice, Mediobanca e, quale Sponsor e coordinatore, Merrill Lynch International. Di tale consorzio facevano parte le principali banche italiane.

La domanda complessiva registrata durante la raccolta degli ordini (3 settimane di *bookbuilding* e una settimana di offerta pubblica) risultava pari a circa 12.977.750.000 di azioni.

Data la forte domanda registrata, sia da parte del pubblico in Italia che da parte degli investitori istituzionali, il Ministero del Tesoro (a seguito delle rilevazioni dei Coordinatori Globali, del consulente finanziario e del Comitato di Consulenza Globale e Garanzia) decideva di aumentare l'offerta globale portandola complessivamente a 3.637.500.000 di azioni, pari al 30% del capitale della società, a cui si aggiungevano le azioni utilizzate per l'esercizio della *green shoe* (pari all'1,74% del capitale ENEL).

Il prezzo di offerta - sia per il pubblico italiano che per gli investitori istituzionali - era stato fissato in 4,3 euro per azione, coincidente con il prezzo massimo fissato per l'OPV.

#### Dimensione della prima quota dell'operazione

	<b>Offerta iniziale di azioni</b>	<b>Azioni Richieste euro 4,3</b>	<b>Azioni allocate incluso <i>green shoe</i></b>
<b>OPV</b>	1.212.500.000	4.747.715.000	2.425.000.000
<i>di cui:</i>			
<b>Dipendenti ENEL</b>	181.875.000	181.716.000	181.716.000
<b>Istituzionale</b>	1.212.500.000	8.230.226.583	1.212.500.000
<b>Green Shoe</b>	363.750.000	211.302.000	
<b>TOTALE</b>	2.788.750.000	12.977.941.583	3.848.802.000

Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica-relazione sulle privatizzazioni al Parlamento

La suesposta articolazione della domanda complessiva risultava così ripartita:

- il 36,6% proveniente dal pubblico dei risparmiatori (OPV);
- il 25,7% proveniente dagli investitori istituzionali italiani;
- il 37,7% proveniente dagli investitori istituzionali internazionali.

Poiché la domanda raccolta nell'ambito dell'OPV era pari a 4,7 miliardi di azioni, ben al di sopra dell'ammontare di azioni destinate a questa offerta, il numero di azioni riservate ai risparmiatori veniva elevato da 970 milioni a 2.425 milioni, consentendo l'assegnazione a ciascun richiedente di un lotto minimo di 500 azioni.

Era, inoltre, prevista l'allocazione, mediante sorteggio, di ulteriori 500 azioni al 20% dei richiedenti.

L'offerta istituzionale generava una domanda istituzionale, proveniente da istituzioni nazionali, pari a circa il 40% ed il rimanente 60% da investitori esteri, suddivisi per Paese.

Pertanto, a seguito della cessione della prima tranche di azioni dell'ENEL e dell'esercizio della *green shoe*, il Ministero del tesoro possedeva 8.277.348.379 azioni dell'ENEL, pari al 68,26% del capitale sociale, di cui 122.158.580 azioni vincolate a garanzia dell'esercizio dell'opzione di azione gratuita (*bonus share*) fino alla data del 5 dicembre 2000.

#### **4.3.4 La vendita della seconda quota di ENEL S.p.A**

La vendita della seconda tranche della partecipazione detenuta dal Ministero nel capitale di ENEL, pari a 400 mln di azioni ordinarie, rappresentanti circa il 6,6% del capitale azionario ordinario, veniva perfezionata nel novembre del 2003.

La vendita era strutturata con l'obiettivo di massimizzare gli introiti per lo Stato attraverso il meccanismo d'asta avendo cura, tuttavia, di tutelare gli azionisti di ENEL.

Il collocamento, realizzato secondo la tecnica operativa di seguito specificata, ha infatti consentito:

- un incremento del flottante di ENEL con conseguente maggior peso del titolo all'interno degli indici borsistici ed un aumento della liquidità del titolo stesso;
- un incremento del peso degli investitori istituzionali (destinatari di "ultima istanza" dell'operazione) nell'azionariato, con conseguente riequilibrio rispetto alla componente *retail* (che, ante operazione, rappresentava circa il 70% del flottante di Borsa), con un impatto positivo sulla liquidità del titolo sul mercato.

Per lo svolgimento dell'operazione il Ministero dell'Economia si avvaleva dell'assistenza dell'*advisor* Lazard & Co. S.r.l. e dei consulenti legali Ughi e Nunziante, Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP.

Va evidenziato come le tecniche di vendita generalmente idonee per un collocamento azionario rapido rivolto – direttamente o indirettamente - ai soli investitori istituzionali sono l'*accelerated book building* (ABB), utilizzato ad esempio nel dicembre del 2002 per la vendita della partecipazione residua in Telecom Italia, ed il *bought deal* (BD).

Un'analisi comparativa condotta dall'*advisor* Lazard sulle operazioni effettuate in Europa a partire dal 2000, per verificare la fattibilità di una transazione avente per oggetto azioni ENEL di ammontare indicativo pari a 2-2,5 miliardi di euro, individuava il BD come la tecnica più adatta per tale collocamento, anche in relazione alla situazione di mercato esistente.

#### **4.3.5 La tempistica dell'offerta**

Dal 1° gennaio al 30 ottobre 2003, il titolo aveva evidenziato una performance positiva pari a circa il 7,3%, migliore rispetto sia al MIB30 sia ai principali indici di riferimento del settore utilities a livello europeo.

Ciò induceva il Ministero dell'Economia a ritenere fattibile la realizzazione di un ulteriore collocamento di azioni ENEL secondo una tecnica di collocamento "accelerato", al fine di cogliere le buone condizioni di mercato.

Nel periodo immediatamente precedente l'operazione il mercato sembrava percepire come affidabili le prospettive di crescita della società incorporandole nel prezzo dell'azione cosicché essa veniva realizzata mediante una procedura competitiva e trasparente, alla quale erano state invitate a partecipare diverse primarie istituzioni finanziarie, selezionate sulla base di parametri oggettivi relativi all'esperienza in operazioni analoghe effettuate in Europa.

Una volta assunta la decisione di procedere alla realizzazione dell'operazione, i rappresentanti del Dipartimento del Tesoro, nel pomeriggio del 29 ottobre, provvedevano ad informare la Consob, con la quale si monitorava, in tempo reale, l'andamento del titolo e si verificava la presenza o meno di eventuali anomalie nei volumi intermediati sul mercato.

Il processo di gara si svolgeva in tempi strettissimi, la sera tra il 29 ed il 30 ottobre, a mercati chiusi.

Per accrescere l'appetibilità dell'operazione il Ministero sottoscriveva un impegno a non effettuare ulteriori collocamenti diretti o indiretti di titoli ENEL nei 180 giorni successivi al closing (c.d. lock-up).

#### **4.3.6 Gli esiti dell'operazione**

Il prezzo offerto da Morgan Stanley era pari a 5,432 euro per azione incorporava un premio dello 0,33% sul prezzo di chiusura del titolo ENEL del 29 ottobre, pari a 5,414 euro.

Il 30 ottobre Morgan Stanley iniziava a raccogliere sui mercati italiani ed internazionali ordini per l'acquisto di 400 milioni di azioni ENEL.

Il processo di vendita da parte di Morgan Stanley, in media ad un prezzo inferiore rispetto a quello al quale aveva acquistato dallo Stato, si concludeva il 4 novembre 2003 con il pagamento del prezzo pattuito ed il conseguente trasferimento dei titoli all'acquirente Morgan Stanley & Co. International Limited.

Il Ministero dell'economia non ha dovuto corrispondere a Morgan Stanley alcuna commissione.

Analogamente ad altre similari operazioni di ABB e di BD il titolo ha subito un lieve calo nei primi giorni successivi al collocamento sul mercato ma è tornato in 10 giorni ai livelli pre-cessione.

La distribuzione geografica degli ordini di acquisto per le azioni ENEL da parte degli investitori istituzionali finali vedeva un'intensa partecipazione degli investitori anglosassoni, la cui domanda ha rappresentato da sola circa il 66% del totale.

L'importo lordo ricavato dalla vendita è stato pari a 2.172,8 mln di euro, da cui sono state detratte le commissioni corrisposte all'*advisor* Lazard, uguali ad 192.000 euro.

Inoltre, sono stati corrisposti compensi ai consulenti legali, pari a 73.378,39 Euro.

#### **4.3.7 La vendita della terza quota di ENEL S.p.A.**

Nell'agosto 2004 il Ministero dell'economia e delle finanze collocava sul mercato 1,150 mld di azioni ENEL, riducendo la propria partecipazione ad una quota corrispondente al 31,48% del capitale.

L'operazione veniva effettuata tramite offerta globale (comprendente sia una quota riservata agli investitori istituzionali sia una Offerta Pubblica di Vendita da destinare ai risparmiatori) e, compatibilmente con la situazione dei mercati finanziari, si sarebbe conclusa entro la prima metà del mese di novembre del 2004.

Per lo svolgimento dell'operazione il Ministero si è avvalso dell'assistenza di Mediobanca (Global Coordinator), di Merrill Lynch (Bookrunner), di Goldman Sachs e Morgan Stanley (Joint Bookrunner), Lazard & co S.r.l. (*Advisor* e



Valutatore), Studio Ughi e Nunziante (Consulenti legali per l'Italia) e Skadden, Arps, Slate e Meagher & Flom LLP (Consulenti legali per l'estero).

Il collocamento avveniva mediante Offerta Globale, composta da una offerta pubblica di vendita in Italia (OPV), comprensiva di una quota di azioni riservate ai dipendenti del Gruppo ENEL ed agli azionisti ENEL, e da un'offerta istituzionale rivolta ad investitori italiani ed esteri.

All'interno dell'offerta istituzionale si effettuava un collocamento destinato agli investitori retail giapponesi, nell'ambito di un'offerta pubblica senza quotazione (Public Offering Without Listing - POWL).

L'Offerta Globale interessava un miliardo di titoli, pari a circa il 16,4% del capitale sociale; un ulteriore quantitativo di 150 milioni di azioni era ceduto, a seguito dell'esercizio dell'opzione green shoe, da parte dei collocatori nell'ambito dell'offerta istituzionale.

L'offerta pubblica in Italia era realizzata con la tecnica dell'offerta a prezzo aperto, in base alla quale il prezzo dell'OPV risultava alla chiusura dell'OPV stessa ed era pari al minore tra il prezzo massimo (stabilito prima dell'inizio della stessa offerta pubblica) ed il prezzo dell'offerta istituzionale (determinato al termine del periodo di offerta sulla base della quantità e qualità degli ordini generati - c.d. *book building*).

Nell'ambito dell'OPV erano stati previsti meccanismi di incentivazione a favore dei risparmiatori che avrebbero conservato i titoli acquisiti, in sede di offerta, per un periodo minimo di 12 mesi (c.d. *bonus share*).

In particolare era programmata l'assegnazione di:

- 5 azioni gratuite ogni 100 al pubblico indistinto, fino ad un massimo di tre lotti minimi (il lotto minimo era pari a 600 azioni) o di due lotti minimi maggiorati (il lotto minimo maggiorato era pari a 6.000 azioni) per assegnatario;

- 5 azioni gratuite ogni 100 agli azionisti ENEL, fino ad un massimo di tre lotti minimi (il lotto minimo era pari a 600 azioni);

- 8 azioni gratuite ogni 100 ai dipendenti del Gruppo ENEL;

- 8 azioni gratuite ogni 100, fino ad un massimo di tre lotti minimi o di due lotti minimi maggiorati per assegnatario, ai c.d. "azionisti fedeli di ENEL" (sottoscrittori in sede di IPO del 1999, assegnatari delle bonus share relative e che, alla data del 9 settembre 2004, risultavano ancora azionisti ENEL).

L'intera operazione si realizzava nel mese di ottobre del 2004.

Il *roadshow* per l'offerta istituzionale si svolgeva tra il 4 e il 22 ottobre nelle principali piazze finanziarie mondiali, mentre tra il 18 ed il 22 ottobre aveva luogo l'OPV.

Il 15 ottobre il Ministero, sulla base delle analisi svolte dai Global Coordinator e tenuto conto dell'andamento dei mercati finanziari e delle manifestazioni di interesse ricevute fino a quel momento dagli investitori istituzionali nell'ambito dell'offerta loro riservata, decideva il prezzo massimo a 6,64 euro per azione.

Il 22 ottobre a conclusione del *book building* per l'offerta istituzionale e dell'OPV si definiva, per la quota istituzionale, un prezzo finale di 6,64 euro per azione (coincidente con il prezzo massimo pattuito per l'OPV), tenuto conto sia della quantità e qualità della domanda formulata dagli investitori istituzionali sia della quantità della domanda espressa nel contesto dell'offerta pubblica, nonché delle condizioni dei mercati finanziari italiano ed internazionale.

Conseguentemente il prezzo per l'OPV risultava pari a 6,64 euro per azione.

La scelta di un prezzo di collocamento pari al prezzo massimo, superiore all'ultima chiusura ufficiale, era la naturale conclusione del grande interesse che il collocamento aveva riscosso presso gli investitori.

Il 27 ottobre veniva completato il *closing* dell'operazione (consegna delle azioni contro pagamento del prezzo) che interessava anche i titoli relativi alla *green shoe*, esercitata anticipatamente dal consorzio di collocamento istituzionale.

L'offerta globale di azioni ENEL aveva prodotto una domanda complessiva di circa 2.883 milioni di azioni rispetto ai 1.150 milioni di titoli (comprensivi della *green shoe*) oggetto dell'offerta.

La domanda istituzionale di 2.227 milioni di azioni perveniva da circa 500 fra i maggiori investitori operanti su scala globale, dei quali ben 396 esteri, mentre quella del pubblico registrava una richiesta di circa 657 milioni di azioni da parte di oltre 630 mila risparmiatori, pari a 3,3 volte il quantitativo minimo di offerta pubblica indicato nel Prospetto Informativo.

L'allocazione finale dei 1.150 milioni di azioni oggetto dell'Offerta Globale, inclusiva delle azioni oggetto di opzione *green shoe*, vedeva l'assegnazione di 683.776.000 azioni a 285 richiedenti (di cui 64 italiani e 221 esteri) nell'ambito dell'offerta istituzionale e di 466.224.000 azioni a 622.853 richiedenti nell'ambito dell'offerta pubblica.

La quota richiesta dai 17.012 dipendenti (la cui domanda era uguale a 19.879.800 azioni) compariva completamente soddisfatta mentre ai 388.520 "azionisti fedeli di ENEL" erano assegnate 233.112.000 azioni rispetto alle 320.072.400 richieste.

Notevole successo registrava anche l'offerta effettuata in Giappone (POWL), che provocava una domanda per circa 273 milioni di azioni da parte di oltre 50

mila richiedenti ed una allocazione pari a 60 milioni di azioni (1% circa del capitale ENEL).

L'incasso lordo derivante dalla vendita di 1.150 milioni azioni, pari al 18,86% del capitale sociale, era di 7.636 milioni di euro, considerato al netto delle commissioni e delle spese corrisposte ai consulenti per un importo complessivo di 117.517.960 euro.

Dal *closing* al 31 dicembre 2004 (considerato il dividendo straordinario di 33 centesimi di euro per azione emerso il 22 novembre) il titolo ENEL garantiva un rendimento del 13,86%, migliore sia del MIB 30 (nello stesso periodo salito dell'8,64%) che degli indici di settore (l'indice DJ Stoxx Utilities, dal closing fino alla fine dell'anno, guadagnava il 5,2%).

Successivamente all'operazione ENEL 3, che è stata a livello mondiale la più rilevante offerta globale del 2004 e la maggiore OPV dal 2001, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha conservato il controllo diretto del 31,48% delle azioni della società (di tale percentuale, lo 0,5% è vincolato all'eventuale esercizio della bonus share) contro il 10,29% del capitale detenuto dalla Cassa Depositi e Prestiti e il 58,23% in mano ad azionisti privati.

#### **4.3.8 La vendita della quarta quota di Enel S.p.A.**

In data 24 marzo 2005 il Ministero dell'Economia e delle Finanze avviava le attività propedeutiche ad una ulteriore cessione di azioni ENEL, tale da ridurre la propria partecipazione a circa il 20% del capitale. L'operazione era attuata tramite offerta globale rivolta ai risparmiatori italiani ed agli investitori istituzionali sia italiani che stranieri e si ultimava entro il mese di settembre.

Per lo svolgimento dell'operazione il Ministero si avvaleva dell'assistenza di Mediobanca in qualità di global coordinator, Merrill Lynch (Bookrunner), Goldman Sachs e Morgan Stanley (Joint Bookrunner), Lazard & Co. (*Advisor* e valutatore) e Studio Legale Ughi e Nunziante Consulenti legali (Italia), Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom LLP Consulenti legali (Int.le).

Il collocamento si compiva mediante Offerta Globale, composta da una offerta pubblica di vendita in Italia (OPV), comprensiva di una quota di azioni riservate ai dipendenti del Gruppo ENEL ed agli azionisti ENEL, e da un'offerta istituzionale rivolta ad investitori italiani ed esteri.

All'interno dell'offerta istituzionale veniva realizzato un collocamento destinato ad investitori *retail* giapponesi, nell'ambito di una offerta pubblica senza quotazione (*Public Offering Without Listing* - POWL).

L'Offerta Globale riguardava 500 milioni di titoli, pari a circa l'8,2% del capitale sociale; un ulteriore quantitativo, pari a 75 milioni di azioni, veniva

trasferito a seguito dell'esercizio dell'opzione green shoe da parte dei collocatori nell'ambito dell'offerta istituzionale.

L'offerta pubblica in Italia era eseguita con la tecnica dell'offerta a prezzo aperto.

Nell'ambito dell'OPV erano previsti meccanismi di incentivazione a favore dei risparmiatori che avevano conservato i titoli, acquisiti in sede di offerta, per un periodo minimo di 12 mesi (c.d. *bonus share*). In particolare si assegnavano:

- 5 azioni gratuite ogni 100 al pubblico indistinto, fino ad un massimo di tre lotti minimi (il lotto minimo era pari a 500 azioni) o di due lotti minimi maggiorati (il lotto minimo maggiorato era pari a 5.000 azioni) per assegnatario;

- 5 azioni gratuite ogni 100 ai dipendenti del Gruppo ENEL, fino ad un massimo di tre lotti minimi;

- 7 azioni gratis ogni 100, fino ad un massimo di tre lotti minimi, assegnate e conservate per 12 mesi ininterrottamente dalla data di pagamento per gli Azionisti ENEL (analoga maggiorazione era prevista per i Dipendenti ENEL) che rispondevano a tutti i tre seguenti requisiti:

- erano già risultati assegnatari di azioni gratuite derivanti dall'OPV "ENEL 1" del 1999;
- alla data di presentazione del prospetto in Consob (19 maggio 2005) avevano in deposito presso il proprio conto titoli, un quantitativo minimo di 250 azioni della società e che da detta data fino al giorno di adesione all'OPV non avevano ridotto tale quantitativo minimo.
- non erano risultati assegnatari nell'ambito dell'OPV "ENEL 3".

L'intera operazione si perfezionava nei mesi di giugno e luglio del 2005.

Il *roadshow* per l'offerta istituzionale si eseguiva tra il 20 giugno ed il 1 luglio nelle principali piazze finanziarie mondiali.

Tra il 27 giugno ed il 1 luglio si concretizzava l'OPV.

Il 24 giugno il Ministero sentì il Comitato, sulla base delle analisi svolte dai Global Coordinator e tenuto conto dell'andamento dei mercati finanziari e delle manifestazioni di interesse ricevute fino a quel momento dagli investitori istituzionali nell'ambito dell'offerta loro riservata, concordava il prezzo massimo a 7,07 euro per azione.

Il primo luglio, a conclusione del *book building* per l'offerta istituzionale e dell'OPV, veniva definito per la quota istituzionale un prezzo finale di 7,18 euro per azione, tenuto conto sia della quantità e della qualità della domanda formulata dagli investitori istituzionali sia della quantità della domanda espressa nel contesto dell'offerta pubblica, nonché delle condizioni dei mercati finanziari italiano ed internazionale.

Conseguentemente il prezzo per l'OPV risultava pari a 7,07 euro per azione, a seguito del grande interesse mostrato dagli investitori per come testimoniato dal prezzo di chiusura di borsa dell'ultimo giorno dell'OPV, pari a 7,23 euro per azione.

Il 7 luglio si effettuava il *closing* dell'operazione (consegna delle azioni contro pagamento del prezzo) che concerneva anche i titoli relativi alla *green shoe*, esercitata anticipatamente dal consorzio di collocamento istituzionale.

L'offerta di azioni ENEL fruttava una domanda complessiva di circa 1.690 milioni di azioni rispetto ai 575 milioni di titoli (comprensivi della *green shoe*) oggetto dell'offerta.

La domanda istituzionale di 1.079 milioni di azioni perveniva da 270 fra i maggiori investitori operanti su scala globale, dei quali il 74% esteri, mentre quella del pubblico registrava una richiesta di oltre 611 milioni di azioni da parte di quasi 657 mila risparmiatori, pari a oltre 6 volte il quantitativo minimo di offerta pubblica indicato nel Prospetto Informativo.

L'allocazione finale dei 575 milioni di azioni oggetto dell'Offerta Globale, inclusiva delle azioni oggetto di opzione *green shoe*, vedeva l'assegnazione di 325.000.000 azioni a 210 richiedenti (dei quali il 73% stranieri) nell'ambito dell'offerta istituzionale e di 250.000.000 azioni a 468.304 richiedenti nell'ambito dell'offerta pubblica.

La quota richiesta dai 12.293 dipendenti, la cui domanda era pari a 11.253.000 azioni, era completamente soddisfatta, mentre a 238.750 azionisti ENEL venivano assegnate 125.000.000 azioni (il massimo consentito dal Prospetto Informativo) rispetto ai 380.071 azionisti richiedenti di 325.868.500 azioni.

L'offerta istituzionale includeva anche un collocamento in Giappone presso il pubblico dei risparmiatori, che si concludeva con l'allocazione di 20 milioni di azioni (0,33% circa del capitale ENEL) a fronte delle 129 milioni richieste.

L'incasso lordo derivante dalla vendita di 575 milioni azioni, pari al 9,35% del capitale sociale, era di 4.101 milioni di euro, al netto delle spese e delle commissioni fatturate dai consulenti alla data del *closing*, pari complessivamente a 54.879.933,28 euro.

L'operazione "ENEL 4" è risultata la più grande operazione di collocamento a livello europeo realizzata nel corso del primo semestre 2005.

Al termine della cessione della quarta tranche di azioni ENEL, il 21,87% delle azioni stesse era sotto il controllo diretto del Ministero dell'economia e delle finanze (di cui 0,21% potenzialmente oggetto di esercizio della *bonus share*),

10,20% del capitale detenuto dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. e 67,93% in mano ad azionisti privati.

#### **4.3.9 L'attività svolta dal Comitato nell'operazione ENEL desunta dai verbali**

Con riferimento alla documentazione a disposizione ed in particolare ai verbali relativi alla cessione di ENEL, risulta che il Comitato si sia occupato di tale operazione in 38 riunioni nel periodo dal 13 luglio 1993 al 1 luglio 2005.

Si è quindi provveduto all'esame dell'opera svolta attraverso una particolareggiata analisi dei relativi resoconti, il cui contenuto è riassunto nell'allegato 2 della presente relazione.

#### **4.3.10 Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Enel**

Dall'esame dei verbali esaminati durante l'istruttoria nonché dagli altri elementi conoscitivi disponibili, le considerazioni da formulare sul ruolo svolto dal Comitato nelle diverse operazioni di cessione delle partecipazioni in ENEL sono di diverso tenore ed ampiezza.

Un primo aspetto preso in esame dal Comitato, per il quale esso si è espresso in maniera articolata evidenziando i propri rilievi attraverso un *Memorandum*, è stato il parere sullo schema di decreto legislativo predisposto dal Ministero dell'Industria nel quale è stato disciplinato il nuovo assetto del settore e la sua privatizzazione, tenendo anche conto della normativa comunitaria in materia di generazione, trasmissione e distribuzione dell'energia elettrica.

Lo stesso *Memorandum* contiene ulteriori osservazioni sulle possibili alternative da seguire per l'assetto successivo alla privatizzazione.

Sicuramente va segnalato quello che sembra essere un insufficiente approfondimento da parte del Comitato delle implicazioni connesse al processo di privatizzazione ENEL relativamente alle partecipazioni in imprese operanti nel settore delle acque che, nel frattempo, saranno cedute dal Tesoro all'ENEL medesima (cfr. verbale del 07.09.1999)<sup>12</sup>. In particolare, all'interno del Comitato sembra essere prevalso l'orientamento volto a non interferire su tali implicazioni

---

<sup>12</sup> Secondo quanto riferito in sede istruttoria, nel maggio 2005, dopo una prima fase di espansione dell'ENEL nel settore idrico, in un'ottica di focalizzazione sui settori dell'energia elettrica e del gas, l'ENEL è uscita dal settore con la cessione a Compagnie Générale des Eaux SA (capofila del settore acqua nell'ambito del Gruppo Veolia Environment) del 100% del capitale di ENEL Hydro, cui facevano capo le iniziative nel settore idrico di ENEL in Calabria e in provincia di Latina, e del 20% del capitale di Idrosicilia, veicolo tramite il quale ENEL partecipava alle attività relative alla grande adduzione in Sicilia. Il corrispettivo complessivo dell'operazione è stato di circa 36 milioni di euro.

nel presupposto che le valutazioni del Comitato stesso non dovessero riguardare le scelte da adottarsi bensì lo schema di decreto legislativo e le modifiche statutarie.

Va, inoltre considerato come non si siano analizzati gli aspetti poi censurati della sentenza della Corte di giustizia UE del 23 maggio 2000, secondo la quale *“la Repubblica italiana, adottando gli artt. 1, n. 5, e 2 del testo coordinato del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito con modificazioni nella legge 30 luglio 1994, n. 474, recante norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni, nonché i decreti relativi ai «poteri speciali» nel caso delle privatizzazioni dell'ENI Spa e di Telecom Italia Spa, è venuta meno agli obblighi che ad essa incombono in forza degli artt. 52, 59 del Trattato CE (divenuti, in seguito a modifica, artt. 43 CE e 49 CE) e 73 B del Trattato CE (divenuto art. 56 CE)”*<sup>13</sup>.

In sostanza, la Corte di giustizia europea ha eccepito che la legislazione sui poteri speciali inseriti negli statuti societari, violava i principi di libertà di stabilimento e di libera circolazione dei capitali, nonché andava oltre la tutela degli interessi pubblici di cui erano il presupposto ritenendo che le direttive emanate conferissero al ministro del Tesoro un eccessivo potere discrezionale che poteva essere causa di incertezza sull'esercizio dei poteri stessi.

In definitiva, tale violazione alle direttive comunitarie poteva condurre ad una politica antiscalata nel timore che gli eventuali acquirenti stranieri avessero minato la italianità delle imprese da privatizzare.

A tale riguardo, da quanto emerso in sede istruttoria, sembra doversi ritenere che nessuna specifica valutazione sia stata effettuata dal Comitato.

Va anche rilevato che, in taluni casi, le considerazioni espresse dal Comitato non risultino suffragate da specifici elementi conoscitivi; del resto,

---

<sup>13</sup>: L'inserimento dei "poteri speciali" negli statuti delle società da privatizzare (ENI, ENEL, FINMECCANICA, TELECOM Italia) è stata la causa dell'avvio, da parte della Comunità europea, di una procedura di infrazione ex art. 169 del Trattato. Procedura alla quale è seguita nell'agosto 1998, una lettera di messa in mora da parte del Commissario Mario Monti. Nel corso del 1997, al fine di interrompere tale procedura di infrazione, il ministro del Tesoro Ciampi istituì una Commissione di esperti affinché elaborasse una apposita proposta di disegno di legge che risolvesse una volta per tutte il problema della specialità della normativa che governava le imprese pubbliche trasformate in società per azioni e che disponesse sia l'abolizione di alcuni poteri speciali (come la clausola di gradimento o il potere di veto riservato al Ministero), sia l'abrogazione delle norme sui limiti al possesso azionario, sia quelle che riservavano allo stato la nomina di componenti degli organi sociali, sia quelle che prevedevano il controllo della Corte dei Conti. In altre parole i lavori della Commissione intendevano, oltre che rispondere alla Comunità europea, ridurre l'influenza dello Stato sulla gestione delle imprese privatizzate.

Nel corso degli anni successivi al 1998 Governo e Parlamento non giunsero a modifiche legislative significative per superare le contestazioni europee. E' solo con il decreto legge 15 marzo 2012, n. 21, convertito dalla legge 11 maggio 2012, n. 56 che sono state emanate nuove disposizioni sulla "golden share", al fine di superare la procedura di infrazione avviata dalla Commissione europea.

secondo quanto emerge dai verbali prodotti in sede istruttoria tali fattori non appaiono vagliati (cfr., ad esempio, il verbale del 2.02.2001, dal quale emerge che la presa d'atto del Comitato in merito all'insussistenza delle condizioni per procedere alla vendita di una seconda *tranche* di ENEL, non risulta essere stata supportata da specifici elementi).

Perplessità sussistono in ordine alle modalità di verifica delle raccomandazioni ed indicazioni di volta in volta impartite dal Comitato. Così, ad esempio, nessun riscontro è stato possibile ottenere in sede istruttoria rispetto all'attuazione delle indicazioni fornite dal Comitato sulla misura delle commissioni complessive da corrispondere ai *global coordinator* Merrill Lynch e Mediobanca che avrebbero dovuto essere non superiori a quelle praticate nell'I.P.O. ENEL del 1999 (verbale del 3.08.2004).



## **4.4 AUTOSTRADE**

### **4.4.1 Cenni storici sulla società Autostrade Spa**

La società Autostrade Concessioni e costruzioni S.p.a. venne costituita dall'Iri nel 1950 con l'obiettivo di partecipare, insieme ad altri grandi gruppi industriali, alla ricostruzione postbellica dell'Italia. Nel 1956 venne firmato il primo contratto (convenzione) tra Anas e Autostrade per la realizzazione e gestione dell'Autostrada del Sole, completata nel 1964.

Nel 1982 l'attività prosegue con l'aggregazione nel gruppo Autostrade di altre società concessionarie.

Nel 1999 la società Autostrade venne privatizzata e al gruppo IRI, azionista di riferimento dalla nascita della società, subentra con la quota del 30% un nucleo stabile di azionisti privati riuniti nella società Schemaventotto spa; il restante 70% è quotato in borsa.

Nel 2003 fu modificato l'assetto organizzativo e le attività di concessione autostradale vennero conferite ad Autostrade per l'Italia, controllata al 100% da Autostrade S.p.a. che rimane quotata in borsa con il 49,9 % del capitale collocato sul mercato.

Autostrade per l'Italia S.p.a. acquisisce la gestione diretta di 2.854,6 km pari al 44% del sistema autostradale italiano ed il controllo di altre sette concessionarie per ulteriori 553,5 km di rete.

Nel giugno 2004 Autostrade per l'Italia si impegna in un ulteriore piano di potenziamento della rete.

### **4.4.2 La privatizzazione**

Secondo quanto emerge dal Libro Bianco sulle Privatizzazioni dell'aprile 2001 presentato al Parlamento dal Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, la cessione della partecipazione detenuta dall'IRI (86,58% del capitale sociale) è avvenuta secondo le seguenti modalità operative.

Il 16 maggio 1997 è stata emanata la delibera del Consiglio dei Ministri che, ai sensi dell'art.1 della L. 481/95, ha fissato i criteri e le modalità per la privatizzazione della società, disponendo che l'alienazione della partecipazione posseduta dall'IRI venisse effettuata sia mediante offerta pubblica di vendita, sia mediante trattativa diretta.

Sulla base della delibera, la procedura di privatizzazione si è articolata in due distinte fasi parallele, strettamente correlate tra loro:

- la procedura di costituzione di un azionariato stabile, mediante trattativa diretta riguardante una quota massima del capitale sociale di Autostrade pari al 30%;

- l'offerta globale, attraverso un'OPV in Italia ed un contestuale collocamento rivolto agli investitori professionali italiani ed istituzionali esteri.

Secondo quanto precisato dal Ministero nel Libro Bianco del 2001, l'operazione complessiva di privatizzazione è stata realizzata tenendo conto delle indicazioni espresse dalla Commissione Europea (in particolare, trasparenza delle procedure e par condicio tra i potenziali acquirenti) e condotta in stretto coordinamento con le Autorità di Governo.

Consulenti per l'operazione sono stati in qualità di *Joint Advisor e valutatore* IMI e Schroders, *Global Coordinator* Banca Commerciale Italiana e Warburg Dillon Read; per l'OPV *Banca Capofila* Banca Commerciale Italiana e IMI e *Gruppo di Direzione* Banca di Roma, Banca Monte Paschi di Siena, Banca Nazionale del Lavoro, Caboto e Unicredito Italiano; per l'Offerta Istituzionale Italia *Joint Global Coordinator* Banca Commerciale Italiana e Warburg Dillon Read, *Manager* Banca IMI, Albertini SIM, Banca Leonardo, Caboto SIM, Cofiri SIM, Euromobiliare SIM, Intermobiliare SIM, Rasfin SIM e Schroders; per l'Offerta Resto del Mondo *Manager* Deutsche Bank, Lehman Brothers, Schroders, Banca IMI, Cazenove & Co., Nomura International e Paribas.

Il 22 giugno 1999 veniva pubblicato un avviso di sollecitazione di manifestazioni di interesse per l'acquisto di una quota azionaria non superiore al 30% del capitale della società.

L'avviso era rivolto sia a singoli investitori, sia a soggetti legati da patto di sindacato con esclusione di quelli in potenziale conflitto di interessi (riscontrabile, in generale, per coloro il cui fatturato derivasse per oltre il 50% dai settori delle costruzioni e dei trasporti di merci o persone).

Il 22 ottobre 1999, al termine della procedura, l'IRI accettava l'offerta presentata da una cordata composta da Edizione Holding, Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, Autopistas Concesionaria Española, Brisa Autostradas de Portugal, INA, Unicredito Italiano.

Il 26 ottobre 1999, l'IRI e la parte acquirente stipulavano il contratto di compravendita azionaria avente ad oggetto il 30% del capitale della società, pari a circa 355 milioni di azioni Autostrade, ad un prezzo pari al prezzo massimo che sarebbe stato pagato nell'ambito dell'offerta globale maggiorato del 5%.

Parallelamente alla procedura per la costituzione del nucleo di azionisti stabili, nel mese di giugno 1999 l'IRI avviava l'offerta globale per la cessione dei residui titoli Autostrade in portafoglio (670 milioni di azioni).

Il 4 dicembre 1999, l'Assemblea dell'IRI determinava il prezzo istituzionale e il prezzo d'offerta per l'OPV in 6,75 euro.

La domanda complessiva risultava pari a 1,2 miliardi circa di azioni. La cessione riguardava complessivi 620 milioni di azioni pari al 52,5 % del capitale sociale.

In conseguenza della domanda proveniente dai risparmiatori, si rendeva necessario procedere al riparto, sulla base di un rapporto di circa 2 assegnatari ogni 3 richiedenti.

I dipendenti del Gruppo Autostrade facevano registrare un livello sostenuto di domanda dei titoli, con circa 7.000 sottoscrittori, pari ad oltre il 70% degli aventi diritto.

La cessione dei 670 milioni di azioni in sede di offerta globale comportava un incasso di 8.105 miliardi di lire (inclusa la *green shoe*), pari a 4,18 miliardi di euro.

Dalla cessione dei 355 milioni di azioni al nucleo stabile, perfezionata in data 9 marzo 2000, una volta ottenuto il necessario nulla osta da parte dell'Autorità Antitrust, l'IRI ricavava 4.911 miliardi di lire (inclusi 41 miliardi per interessi), equivalenti a 2,53 miliardi di euro.

Complessivamente, quindi, l'incasso per l'IRI è stato pari a 13.016 miliardi di lire (6,72 miliardi di euro).

#### **4.4.3. L'attività svolta dal Comitato desunta dai verbali**

Con riferimento alla documentazione a disposizione ed in particolare ai verbali relativi alla privatizzazione di Autostrade, risulta che il Comitato si sia occupato di tale operazione in diciannove riunioni (dal 10 febbraio 1997 al 21 ottobre 2000) nelle quali sono state affrontate le diverse fasi della procedura. Il contenuto di tali verbali è riassunto nell'allegato 2 della presente relazione.

#### **4.4.4. Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Autostrade**

Dall'esame dei verbali esaminati in sede istruttoria nonché dagli altri elementi conoscitivi disponibili è possibile formulare alcune considerazioni sull'attività svolta dal Comitato.

Un primo aspetto che va evidenziato concerne le ragioni, non chiarite in sede istruttoria, che hanno indotto a preferire (cfr. verbale 20 marzo 1997) l'offerta ad un soggetto unico piuttosto che alla Joint Venture ABN- AMRO-Rotschild. Non è stato possibile esaminare il documento dell'ufficio legale dell'IRI

del 4 marzo, richiamato ma non allegato nel verbale del 20 marzo 1997, nel quale risulta essere stata affrontata la questione.

Un secondo aspetto da segnalare attiene al superamento del rischio di posizione rilevante in caso di rastrellamento sul mercato di azioni privilegiate da convertire. Esiste un documento di sintesi del 26 febbraio 1997 di IMI Schroders (che fa riferimento ad ulteriore documentazione del 7 e del 17 febbraio 1997 e al parere Grimaldi su analisi dei benefici e delle criticità che non sono stati esibiti) nel quale si rileva:

- a) l'opportunità di convertire le azioni privilegiate in azioni ordinarie;
- b) le modalità dell'eventuale conversione, con differenziazione basata sul meccanismo di determinazione del conguaglio e sulla facoltatività od obbligatorietà della conversione.

Quanto all'esiguità, pure rilevata da un membro del Comitato, del numero di investitori sollecitati nel corso del sondaggio per verificare la praticabilità di un percorso volto a cedere il controllo della società ad un gruppo di azionisti stabili legati da un accordo (il sondaggio si è svolto in un periodo di 2 settimane e si è rivolto a 11 soggetti italiani e 11 soggetti esteri, cui si sono successivamente aggiunti 2 soggetti italiani che hanno manifestato autonomamente interesse), il Comitato risulta aver preso atto di un documento del 5 giugno 1997 dei consulenti IMI Schroders. Da tale documento risulta che gli investitori cui rivolgere il sondaggio siano stati individuati sulla base della loro potenziale capacità di aggregazione di altri acquirenti, di requisiti di solidità patrimoniale e capacità finanziaria adeguate all'investimento e degli elementi indicati dai pareri parlamentari, quali il possesso di requisiti di idonea capacità imprenditoriale, l'esclusione di soggetti che svolgano attività prevalente nei settori della costruzione, della mobilità dell'autotrasporto e delle telecomunicazioni.

In merito all'aumento della quota di partecipazione cedibile con trattativa diretta, inizialmente indicata nel 20% del capitale di Autostrade, al fine di assicurare la stabilità dell'azionariato ed evitare la formazione di posizioni dominanti in seno alla compagine azionaria, non sono stati forniti precisi elementi sulle ragioni che hanno poi indotto ad innalzare al 30% tale quota.

Un ulteriore profilo sul quale non sono emersi elementi di chiarificazione attiene alla richiesta, avanzata da un componente del Comitato (verbale 21 luglio 1997), di accertare l'esistenza di eventuali conflitti di interesse in capo agli *advisor*.

Ancora, non è risultato uno specifico approfondimento in ordine a quanto rilevato da un componente del Comitato (verbale 7 agosto 1997) circa la

procedura proposta dagli *advisor* per la cessione del controllo della società e la valutazione di congruità del prezzo corrisposto dagli azionisti stabili.

## **4.5 Aeroporti di Roma**

La società Aeroporti di Roma S.p.a., concessionaria per la gestione e lo sviluppo del sistema aeroportuale della città di Roma, è nata il 12 febbraio 1974, con lo scopo di unificare le attività dei due aeroporti esistenti (aeroporto intercontinentale "Leonardo da Vinci" di Fiumicino e aeroporto di Ciampino). La società faceva capo all'IRI che, per legge, doveva averne il controllo.

Nel 1995 veniva presa la decisione di dismettere la partecipazione e, superati gli impedimenti giuridici, nel luglio del luglio 1997 veniva concretamente avviata la privatizzazione di Aeroporti di Roma S.p.a., collocando sul mercato il 45% del capitale sociale attraverso un'offerta sia pubblica che privata, rivolta ad investitori istituzionali italiani ed esteri. La privatizzazione si è conclusa nel 2000, con la dismissione integrale delle partecipazioni detenute dallo Stato attraverso l'IRI.

### **4.5.1 L'attività svolta dal Comitato desunta dai verbali**

Sulla base degli atti forniti in sede istruttoria, il Comitato risulta essersi occupato della privatizzazione di Aeroporti di Roma nelle seguenti sedute: 05.06.1997; 18.03.1998; 07.09.1998; 02.12.1998; 15.02.1999; 18.03.1999; 22.07.1999; 11.10.1999; 05.04.2000. In tali sedute sono state affrontate le diverse fasi della procedura. Il contenuto dei relativi verbali è riassunto nell'allegato 1 della presente relazione.

### **4.5.2. Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione Aeroporti di Roma**

Dall'esame dei verbali esaminati in sede istruttoria nonché dagli altri elementi conoscitivi disponibili è possibile formulare alcune considerazioni sull'attività svolta dal Comitato.

Relativamente alla prima fase del processo di privatizzazione, conclusasi nel 1997 con il collocamento del 45% delle azioni, trattandosi di una privatizzazione condotta da una società controllata e non direttamente dagli uffici del Ministero, il Comitato nella sostanza si è limitato ad una mera presa d'atto in ordine alle valutazioni e alle decisioni assunte dall'azionista pubblico.

Per quanto concerne la seconda fase non sono emersi elementi di chiarificazione in ordine alle valutazioni che hanno indotto a passare da quattro cordate (verbale del 5 aprile 2000) a tre cordate (verbale del 13 giugno 2000).

## **4.6 Ente Tabacchi Italiani (E.T.I.)**

### **4.6.1 Cenni storici**

L'Azienda Autonoma dei Monopoli di Stato (A.A.M.S), istituita con il regio decreto-legge dell'8 dicembre 1927, n. 2258, modificato con la legge 17 luglio 1942 n. 907 sul monopolio dei sali e tabacchi, costituiva la branca del Ministero delle Finanze italiano incaricata di gestire, in regime di monopolio, il cospicuo mercato dei tabacchi e del sale, nonché dei giochi e delle lotterie, svolgendo anche attività di monitoraggio fiscale.

Negli anni '80 e '90 l'A.A.M.S. adeguava la propria organizzazione e struttura operativa alle nuove normative, anche di derivazione comunitaria, finché con il decreto-legge n. 283 del 9 luglio 1998 il Governo italiano istituì l'Ente Tabacchi Italiano (E.T.I.) al quale furono demandate le attività legate alla produzione e commercializzazione del tabacco e dei prodotti da fumo in precedenza svolte dall'A.A.M.S., mentre l'Amministrazione dei Monopoli di Stato continuava a svolgere, nel settore dei tabacchi, una funzione di garanzia e di controllo attraverso la gestione e la riscossione delle accise, la fissazione delle tariffe di vendita al pubblico, l'organizzazione della rete delle rivendite dei prodotti da fumo e il controllo della conformità dei prodotti da fumo alla normativa nazionale e comunitaria.

Allo Stato rimanevano poteri di «*governance*» e di controllo nella vita dell'Ente, essendo previsto che la nomina dell'alta dirigenza fosse demandata al Governo e il relativo controllo affidato alla Magistratura contabile.

L'E.T.I. aveva l'obbligo di tenere una contabilità separata da quella del Ministero delle Finanze, benché rientrante nel suo bilancio.

### **4.6.2 Privatizzazione**

All'inizio della privatizzazione, nel 2000, l'E.T.I. appariva come un gruppo di società la cui *holding* era l'E.T.I. S.p.A., che si occupava della produzione e distribuzione di prodotti da fumo e controllava interamente:

- l'ATI - cui erano riservate le attività di pre-manifatture e di *trading* del tabacco;
- l'ATI Carta - che provvedeva alla produzione e alla vendita della carta, ovvero la carta da sigarette, la carta per cartoncini e pacchetti di sigarette, la carta argentata velina e altro;
- l'ATI Filtrati - che si occupava della produzione e della vendita di filtri;
- l'ATI Sale - che gestiva alcune saline e produceva sale raffinato da cucina e per uso industriale.

Nel maggio 2001 il Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione economica provvedeva all'alienazione della propria partecipazione nel capitale dell'Ente che si trasformava in una società per azioni (Ente Tabacchi Italiani S.p.A.).

Successivamente, nel 2003, l'Ente veniva privatizzato attraverso un'asta vinta dalla società inglese British American Tobacco (BAT); la British American Tobacco Italia S.p.A. (Batitalia) nasce ufficialmente il 1° giugno 2004 dalla fusione con E.T.I. S.p.A.

Va evidenziato come tale privatizzazione, del valore di circa 2,3 miliardi di euro, sia stata il più grande investimento mai fatto in Italia da una società internazionale.

L'offerta della British American Tobacco affiancata da Confcommercio e Franco Bernabè, superava notevolmente la valutazione della società (1,4 miliardi) e l'offerta di 1,5 miliardi presentata dai concorrenti Altadis e Imprenditori associati.

#### **4.6.3 L'attività svolta dal Comitato desunta dai verbali**

Con riferimento alla documentazione a disposizione ed in particolare ai verbali riguardanti la privatizzazione E.T.I., risulta che il Comitato si sia occupato di tale operazione in sei riunioni (dal 9 luglio 2002 al 16 luglio 2003), nelle quali sono state affrontate le diverse fasi della procedura. Il contenuto di tali verbali è riassunto nell'allegato 2 della presente relazione.

#### **4.6.4 Considerazioni sull'attività del Comitato nell'operazione E.T.I.**

L'esame dei verbali delle riunioni del Comitato concernenti la vendita dell'E.T.I. fa emergere un coinvolgimento più diretto dello stesso nella procedura di aggiudicazione sulla base della trattativa diretta condotta dal Ministero (*cf.*, in particolare, il verbale del 16 luglio 2003) che, al contrario, non è emerso dall'esame dei verbali concernenti gli altri processi di privatizzazione analizzati, in quanto riguardavano partecipazioni dell'Iri e non del Ministero.

Una seconda riflessione va fatta relativamente ai criteri adottati per la cessione posto che, per scelta del Governo (*cf.* DPCM citato nel verbale del 9 luglio 2002), il collocamento in borsa è stato contemplato soltanto come ipotesi eventuale (*cf.* verbale del 3 febbraio 2003) qualora la trattativa diretta si fosse rivelata insoddisfacente.

Un terzo aspetto che non può non essere rilevato concerne l'entità dei corrispettivi offerti dai tre potenziali acquirenti che hanno partecipato alla fase



finale rispetto ai rapporti valutativi formulati dai valutatori indipendenti e dall'*advisor*. Infatti, soltanto l'offerta della cordata vincitrice si è discostata sensibilmente dalle quantificazioni operate dai valutatori, tutte tra loro pressoché identiche (*cf.* verbale del 16 luglio 2003).

## Considerazioni conclusive

L'esame svolto, che ha preso in considerazione oltre quindici anni di attività del Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia per le privatizzazioni, ha messo in luce il ruolo rilevante che lo stesso ha avuto nel complesso ed articolato processo che ha interessato il collocamento sul mercato di una parte consistente delle imprese partecipate dallo Stato.

Come ricordato all'inizio della presente relazione, il Comitato è stato istituito con l'obiettivo di fornire assistenza tecnica con carattere di unitarietà per le varie operazioni del programma di privatizzazione, assicurando la trasparenza e la congruità delle procedure poste in essere dal Governo.

Dai 122 verbali delle riunioni del Comitato che sono stati esibiti<sup>14</sup> emerge un'attività alquanto differenziata per le diverse operazioni di privatizzazione affrontate. In alcuni dei casi esaminati è sembrato prevalere un ruolo di garante esterno delle iniziative assunte dagli organi tecnici. In altri casi il Comitato nello svolgimento delle sue funzioni sembra essere andato oltre, fino a lasciarsi coinvolgere più direttamente nelle procedure di gestione dell'intervento.

Tali differenze sono certamente in buona misura derivanti dalla natura, diretta o indiretta, della partecipazione oggetto della privatizzazione, anche se talune differenze di comportamento sono state probabilmente determinate dai mutamenti intervenuti nella composizione del Comitato nel corso degli anni. Non può, tuttavia, ignorarsi come nella sua azione esso sia stato condizionato indirettamente anche dai tempi imposti dalle pressanti esigenze finanziarie dello Stato, laddove sono emerse difficoltà a conciliare tali esigenze con gli obiettivi di piena valorizzazione degli *asset* e di ristrutturazione produttiva delle imprese interessate. Ciò anche per effetto dell'evoluzione del quadro normativo, sempre più orientato a privilegiare i tempi di realizzazione finanziaria delle operazioni rispetto alla migliore salvaguardia delle potenzialità economiche e industriali delle partecipazioni oggetto della dismissione.

Pure merita di essere segnalato il non pieno allineamento tra il ruolo assegnato al Comitato dalla direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 30 giugno 1993 e la sua concreta attuazione.

Va richiamato che, sulla base della citata direttiva, il Comitato dovesse assicurare:

---

<sup>14</sup> I verbali risultano essere complessivamente 130. Non è stato esibito il verbale della riunione svolta il 22 luglio 1996, mentre sono stati prodotti sette verbali non sottoscritti relativi al periodo dal 4 febbraio 2009 al 16 novembre 2009.

a) un'assistenza tecnica avente carattere di unitarietà per le varie operazioni del programma;

b) funzioni di garanzia della trasparenza e della congruità delle procedure poste in essere dal Governo.

Per tali finalità il Comitato poteva acquisire, dalle società interessate dalla procedura di privatizzazione, tutte le informazioni di natura contabile ed extracontabile necessarie per lo svolgimento dei compiti ad esso affidati, poteva avvalersi del supporto tecnico della Direzione Generale del Tesoro, degli uffici competenti della Presidenza del Consiglio dei Ministri, del Ministero dell'industria e del Ministero del bilancio e programmazione economica, nonché di ulteriori supporti tecnici acquisiti anche al di fuori della P.A.

Esso aveva, ulteriormente, la possibilità di suggerire le iniziative in materia fiscale e legale necessarie per favorire il successo delle privatizzazioni. D'intesa con il Comitato i soggetti titolari del controllo delle società oggetto di dismissione potevano avvalersi dell'assistenza di consulenti speciali per elaborare eventuali proposte di ristrutturazione dell'impresa sotto il profilo istituzionale, industriale, finanziario ed organizzativo, nonché per individuare le modalità di dismissione più adeguate fra quelle indicate nella Delibera CIPE del 30 dicembre 1992.

Esso doveva assistere il Ministero del tesoro o le società interessate nel conferimento a primarie istituzioni dell'incarico di valutare società e attività da cedere, secondo quanto indicato nella delibera CIPE, fornendo loro tutta l'assistenza necessaria per lo svolgimento del compito ad esse affidato e fungendo da referente delle stesse.

Nondimeno, le difformità constatate sembrano in parte essere state determinate dagli altri organismi tecnici coinvolti nel processo di privatizzazione che in alcuni casi hanno messo in evidenza diversi livelli di approfondimento nella valutazione delle possibili soluzioni alternative e/o migliorative richieste nella specifica privatizzazione.

Occorre, a questo riguardo, ricordare come l'attività del Comitato abbia concorso alla formazione di un complesso processo decisionale che ha coinvolto, oltre allo stesso organismo, gli *advisor* e i consulenti di cui il Ministero si è avvalso nelle singole operazioni.

Sulla base dei verbali esibiti si può affermare che l'assistenza fornita dai consulenti speciali non sia stata sempre della stessa intensità per le diverse operazioni di privatizzazione. Si è constatato che in alcuni casi sono state avviate analitiche attività di *due diligence* delle diverse specificità mentre, per altre operazioni, non emergono approfondite valutazioni dal contenuto dei verbali di riferimento. Così, ad esempio, nel caso della fusione Stet-Telecom e della vendita

di Seat, gestite dall'IRI, l'intervento dei consulenti ha riguardato essenzialmente gli aspetti di ristrutturazione finanziaria; al contrario, nel caso delle operazioni ENEL ed E.T.I., gli stessi consulenti hanno sviluppato la loro analisi anche su aspetti industriali e gestionali delle aziende.

In particolare, in alcuni dei casi esaminati (Telecom, ENEL) si è avuta la conferma - già emersa nella relazione approvata dalla Corte con deliberazione n.3 del 12 febbraio 2010<sup>15</sup> - di una tendenza del Comitato ad avvalorare il parere già espresso dai consulenti dell'Amministrazione, finendo coll'assumere un ruolo quasi formale, senza svolgere sempre quella funzione incisiva di indirizzo che il quadro normativo gli attribuisce.

Peraltro, va rilevato come la cerchia dei soggetti tecnici che, a diverso titolo (*global coordinator, advisor, valutatore, ecc.*), sono stati coinvolti nei processi di privatizzazione sia stata alquanto ristretta<sup>16</sup>. Con specifico riferimento agli *advisor*, ciò appare coerente con i criteri di selezione degli stessi proposto dal presidente del Comitato nel corso della riunione del 19 luglio 1993<sup>17</sup>, secondo cui *"... Pone anche l'accento sulla necessità di decidere se sia meglio per il Tesoro dotarsi di un advisor per ciascuna società capogruppo oppure nominare un advisor per ciascuna delle controllate in via di dismissione. Ognuna delle soluzioni prospettate presenta specifici vantaggi e svantaggi. Quanto più l'advisor ha una visione trasversale, tanto più è capace di immedesimarsi con il punto di vista del Tesoro. D'altro canto, l'advisor specialistico ha il suo punto di forza nella conoscenza specifica ed approfondita delle problematiche della singola società..."*.

Tutto ciò in uno scenario caratterizzato da forme più o meno ampie d'influenza pubblica sulle imprese che ha dato vita ad un sistema di mercato non compiutamente liberista, diversamente da quanto auspicato dai più radicali sostenitori dei principi della libera concorrenza.

Per l'ottenimento del miglior risultato in questa direzione sarebbe stato auspicabile che gli attori di tale processo, tra i quali il Comitato, potessero incidere maggiormente su alcune problematiche quali la rinuncia ai poteri speciali attribuiti al Ministero del tesoro, ai sensi della legge 474 del 1994, che probabilmente avrebbe accresciuto l'interesse del mercato sulle imprese da

---

<sup>15</sup> Cfr. relazione Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione cit., pagg. 7 e 219.

<sup>16</sup> Per l'elenco dei consulenti (*advisor, valutatori, global coordinator*), si rinvia alla relazione su *Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche* approvata con deliberazione della Sezione centrale di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato n. 3 del 12 febbraio 2010, pag. 271 e segg.

<sup>17</sup> Cfr. in allegato la sintesi del verbale della riunione del Comitato del 10 marzo 1994 relativo all'operazione Telecom.

privatizzare e l'attuazione del processo di privatizzazione delle partecipazioni degli enti locali, quest'ultima rimasta ancora incompiuta.

Infine, va segnalata una non continuità nell'azione della struttura amministrativa, che ha comportato la necessità di avere tempi più lunghi per il reperimento dei documenti richiamati nei verbali, così come emerso in fase istruttoria, a causa della mancata istituzione di un apposito registro di protocollo e di un archivio adeguato nei primi anni di operatività del Comitato.

**Composizione del Comitato di consulenza e garanzia per il periodo dal 30 giugno 1993 al 30 novembre 2012.**

Periodo 30 giugno 1993 – 14 ottobre 1994

- dott. Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro, Presidente;
- prof. Piergaetano Marchetti;
- avv. Ariberto Mignoli;
- dott. Lucio Rondelli;
- dott. Ottavio Salamone.

Periodo 15 ottobre 1994 – 22 novembre 1994

- dott. Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro, Presidente;
- prof. Pier Gaetano Marchetti;
- prof. Antonio Marzano;
- avv. Ariberto Mignoli;
- dott. Ottavio Salamone.

Periodo 23 novembre 1994 – 20 aprile 1995

- dott. Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro, Presidente;
- dott.ssa Rosalba Casiraghi;
- prof. Gian Maria Gros Pietro;
- prof. Pier Gaetano Marchetti;
- prof. Antonio Marzano.

Periodo 21 aprile 1995 – 17 febbraio 1997

- dott. Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro, Presidente;
- dott.ssa Rosalba Casiraghi;
- prof. Renzo Costi;
- prof. Gian Maria Gros Pietro;
- prof. Antonio Marzano.

Periodo 18 febbraio 1997 – 27 luglio 1998

- dott. Mario Draghi, Direttore generale del Tesoro, Presidente;
- dott.ssa Rosalba Casiraghi;
- prof. Gian Maria Gros Pietro;
- prof. Pier Gaetano Marchetti;
- prof. Marco Pagano.

Periodo 28 luglio 1998 – 8 aprile 2002

- dott. Mario Draghi Direttore generale del Tesoro;

- prof. Domenico Siniscalco, Direttore generale del Tesoro dal settembre 2001;
- prof. Roberto Artoni
- dott.ssa Rosalba Casiraghi;
- prof. Pier Gaetano Marchetti;
- prof. Marco Pagano.

Periodo 9 aprile 2002 – 26 agosto 2007

- prof. Domenico Siniscalco, Direttore generale del Tesoro;
- prof. Vittorio Grilli, Direttore generale del Tesoro dal maggio 2005;
- Francesco Galgano;
- Riccardo Gallo;
- William Megginson;
- Guido Tabellini.

Periodo 27 agosto 2007 – 29 novembre 2011

- prof. Vittorio Grilli, Direttore generale del Tesoro;
- prof. Piergaetano Marchetti;
- prof. Angelo Provasoli.

Periodo 30 novembre 2012<sup>1</sup> – ad oggi

- dott. Vincenzo La Via, Direttore generale del Tesoro;
- prof. Piergaetano Marchetti;
- prof. Angelo Provasoli.

---

<sup>1</sup> Nel periodo intercorrente tra la nomina del Prof. Vittorio Grilli a Vice Ministro dell'economia e delle finanze e la nomina del nuovo Direttore generale del tesoro dott. Vincenzo La Via, il Comitato è rimasto privo di presidente e, come precisato in sede istruttoria, non si è mai riunito.

## **SINTESI DEI VERBALI DELLE RIUNIONI DEL COMITATO**

### **STET – TELECOM ITALIA**

#### ***Verbale del 27.07.1993***

Nel corso della riunione è stato affrontato, tra gli altri, il tema della lettera al presidente dell'Iri per la selezione degli *advisor* delle società facenti capo all'Ente.

In particolare, relativamente alla Stet, la cui privatizzazione era strettamente collegata all'attuazione del piano di ristrutturazione delle telecomunicazioni nonché ai numerosi adempimenti istituzionali, veniva rilevata l'esigenza di procedere alla nomina di uno o più *advisor* che accompagnassero tale processo.

In ordine al contenuto della lettera, alcuni membri del Comitato evidenziavano il rischio di un offuscamento del ruolo del Comitato medesimo, chiamato soltanto ad indicare la tempistica degli adempimenti relativi alle procedure di dismissione proposte dalle società, venendo meno, in parte, alla funzione di stimolo ad esso attribuita. A tal proposito, il presidente del Comitato osservava che una delle funzioni degli *advisor* del Tesoro doveva essere proprio quella di fornire al Comitato stesso tutti gli elementi di valutazione necessari a formarsi un proprio ed autonomo giudizio sulle prospettive di privatizzazione delle società citate nella direttiva del P.C.M. del 30 giugno 1993. Un membro del Comitato, inoltre, poneva l'interrogativo di quanto fosse realistico procedere ad un collocamento per *tranche*, in un contesto di incertezza politica quale quello in essere e proponeva, conseguentemente, di valutare l'opportunità di dismettere prima possibile la maggioranza delle partecipazioni in mano pubblica, così da rendere certo ed irreversibile il processo.

#### ***Verbale del 21.09.1993***

Il Comitato approvava, con opportune integrazioni e suggerimenti, la proposta di lettera prospettata dall'Iri per la scelta del proprio consulente finanziario nel processo di privatizzazione della Stet e segnalava l'opportunità, qualora l'*advisor*-valutatore prescelto fosse estero, di affiancare al medesimo un partner italiano "minore".



### **Verbale del 15.11.1993**

Il presidente del Comitato riferiva sugli sviluppi della procedura di selezione degli *advisor*-valutatori della Stet, fornendo, altresì, la lista di candidati pervenuta dall'Iri e nella quale, d'intesa con la stessa, veniva convenuto l'inserimento dei seguenti ulteriori intermediari: Banque Nationale de Paris, Barclays de Zoete Wedd, Baring Brothers, Imi\Mediobanca, Morgan Grenfell, Morgan Stanley, Rothschild, S.G. Warburg.

Era, in aggiunta, prevista la partecipazione dei membri del Comitato alle audizioni dei consulenti selezionati, ai fini della scelta degli *advisor* per la valutazione e/o collocamento di società del gruppo Iri. A tal proposito, il presidente del Comitato ricordava che la partecipazione dei membri del Comitato ai colloqui con gli intermediari era prevista dalle procedure, ferma l'esclusiva competenza dell'Iri a formulare al Comitato le indicazioni necessarie per la scelta dell'*advisor*.

### **Verbale del 23.11.1993**

Un componente del Comitato esponeva i risultati dei colloqui effettuati con gli intermediari inclusi nella *short-list* per la selezione dell'*advisor*-valutatore della STET svoltisi il 16 e 17 novembre u.s. Nel corso dei colloqui venivano rivolte domande per acquisire elementi di giudizio sulle seguenti tematiche:

- esperienza nel settore specifico delle telecomunicazioni;
- esperienza nei collocamenti internazionali;
- qualità degli analisti;
- presenza sul mercato italiano;
- conoscenza della realtà italiana in cui opera il gruppo Stet nonché del Piano di riassetto del settore delle telecomunicazioni predisposto dal Governo;
- remunerazione richiesta.

Dalle risposte emergeva un quadro in cui gli intermediari italiani dimostravano maggiore comprensione delle specificità della situazione italiana, mentre gli intermediari stranieri mettevano in luce una più spiccata capacità di cogliere i complessi risvolti di strategia industriale e di inserire l'operazione di privatizzazione della Stet nel quadro di alleanze internazionali.

L'IRI, sulla base delle valutazioni complessivamente emerse e pienamente condivise dalla STET, proponeva di affidare l'incarico alla Morgan Stanley. Secondo l'IRI, infatti, tale banca possedeva un'esperienza estremamente

qualificata nel settore avendo operato quale consulente di società quali AT&T, NTT, McCaw Cellular, Malaysian Telecom, Entel.

Il Comitato, al termine di una discussione nel corso della quale intervenivano tutti i suoi membri, deliberava di trasmettere ai Ministri del Tesoro, dell'Industria e del Bilancio il seguente parere: "Il Comitato per le privatizzazioni ritiene congrua la motivazione con la quale Iri, alla stregua delle risultanze delle proposte ricevute e delle successive interviste, propone di affidare l'incarico di *advisor* generale dell'Iri stessa per il settore delle telecomunicazioni a Morgan Stanley. Il Comitato, considerato il rilievo strategico del settore e la complessità delle problematiche coinvolte, tenuto conto della disponibilità di Iri ad affiancare alla predetta società un partner italiano, sottopone al Comitato dei Tre Ministri l'opportunità che il Tesoro si possa altresì avvalere per un approfondimento degli aspetti finanziari e al fine di disporre di un più attento confronto tra realtà italiana ed esperienze internazionali, della consulenza di Imi e di Mediobanca che, alla stregua delle proposte e delle interviste, appaiono idonee ad offrire un significativo contributo in tal senso."

#### **Verbale del 10.03.1994**

Nella riunione il presidente dava conto di una lettera ricevuta dal Ministro del tesoro con la quale si riferiva in ordine ai criteri di scelta degli *advisor* per il collocamento di Stet. Alla stessa il presidente del Comitato suggeriva di predisporre una nota di risposta nella quale dare conto dell'indagine svolta dagli uffici della Direzione Generale del Tesoro sulle metodologie seguite negli altri paesi e sull'impiego dei consulenti nell'ambito delle operazioni di privatizzazione, dalla quale era emersa la prassi comune di utilizzare per una stessa operazione più consulenti che operavano sia al servizio del governo che delle società interessate. Da ciò l'opportunità di adottare la medesima metodologia per il collocamento della Stet.

Inoltre, un membro del Comitato suggeriva di evidenziare nella nota che l'interlocutore del Ministro, per tale fattispecie, era in primo luogo l'Iri, che poteva in ogni caso riformulare le proposte e che ogni intromissione del Comitato, in tale procedura, sarebbe risultata impropria.

Al riguardo il presidente del Comitato rimarcava, come chiarito in altra missiva al presidente dell'Iri, che il Tesoro si era riservato la facoltà di nominare propri *advisor* nelle operazioni di privatizzazioni e che il problema poteva essere risolto assicurando agli *advisor* dell'Iri un ruolo concorrente con quello degli *advisor* del Tesoro.

A tal proposito un membro del Comitato sottolineava che doveva essere interesse del Tesoro fare in modo che il proprio *advisor* disponesse delle medesime informazioni rispetto a quello dell'Iri, anche perché il collocamento della Stet poneva in gioco rilevanti interessi nazionali.

Sulla base di quanto emerso dalla discussione, il Comitato incaricava il suo presidente di inviare al Ministro del Tesoro una lettera del seguente tenore:

*"Il Comitato ha considerato con attenzione le argomentazioni contenute nella Sua lettera del 3 marzo u.s. in merito alla scelta di un advisor per Stet.*

*Il Comitato non è investito di potere decisionale in ordine alla scelta di advisor e collocatori, bensì ha il compito di vigilare sulla correttezza delle procedure di designazione e di esprimere valutazioni di congruità.*

*Le procedure di designazione vennero approvate dal Comitato il 19 luglio 1993 e furono riportate nel primo rapporto sulla sua attività consegnato al Presidente del Consiglio ed ai tre ministri.*

*Secondo tali procedure la designazione spetta ad IRI. Il Tesoro peraltro ha la facoltà di designare propri advisor.*

*Nel caso di specie il Comitato, sin dalla riunione del 23 novembre 1993:*

*a) ritenne conforme ai criteri stabiliti la procedura di designazione seguita dall'IRI ed adeguatamente motivata la scelta (in relazione in particolare all'esperienza specifica nel settore delle telecomunicazioni, alla qualità del gruppo di lavoro dedicato al progetto, in particolare per quanto riguarda l'analista del settore, e alla remunerazione, in linea con le richieste dei concorrenti). Non apparivano motivi di conflitto perché, ad esplicita richiesta, non fu palesata alcuna situazione di incompatibilità in relazione a pregressi o attuali altri incarichi di Morgan Stanley.*

*Non appariva peraltro neppure illogica o inammissibile la scelta di un advisor estero nel settore della telefonia, posto che l'esigenza di affidare ad advisor italiani settori strategici non fu sollevata in sede politica né per ENI né per Enel;*

*b) ritenne opportuno che il Tesoro facesse uso della facoltà di designare un proprio advisor. L'affidamento di incarichi di consulenza per operazioni di privatizzazione a soggetti diversi designati, rispettivamente, dal Governo e dalla società costituisce la prassi comune in Francia e in Gran Bretagna (per il caso francese, più simile all'Italia in relazione al minor numero di banche d'affari attive nel mercato domestico, si veda la tabella allegata). In tali esperienze, che videro coinvolti settori strategici e Governi non certo poco sensibili alle esigenze di tutela di primari interessi nazionali, la cooperazione non diede mai luogo a difficoltà.*

*Su questi presupposti, appunto, l'indicazione parve e pare al Comitato particolarmente adatta al caso in questione.*

*Il Comitato condivide la preoccupazione per ulteriori indugi nella designazione di un advisor per Stet, non solo per il rispetto del calendario delle privatizzazioni, ma anche per il fatto che, in uno scenario internazionale in rapidissima evoluzione, le società interessate possano procedere ad operazioni e scelte non coerenti con il fine della privatizzazione di un servizio di pubblica utilità.*

*Il Comitato, in base alle considerazioni svolte ed alla luce delle esperienze internazionali, ferma l'opportunità della scelta di due advisor, continua a ritenere praticabile l'attribuzione ad entrambi di competenze analoghe. E' peraltro interesse del Tesoro, unico azionista di Iri, che il proprio advisor disponga del medesimo insieme di informazioni dell'advisor di Iri. A tal fine, Iri e Tesoro si daranno atto reciprocamente delle rispettive nomine e si impegneranno a realizzare condizioni di completa simmetria informativa. Il Comitato vigilerà, nei limiti delle proprie competenze, sull'osservazione degli accordi presi.*

*Il Comitato ritiene quindi che la soluzione prospettata il 23 novembre possa ritenersi soddisfacente senza dover ricorrere a divisioni di ruoli di difficile e prematura definizione.*

*Nella speranza che le considerazioni sopra esposte siano di una qualche utilità alle scelte che il Governo dovrà compiere, il Comitato resta a Sua disposizione".*

#### **Verbale del 16.11.1994**

Il presidente del Comitato illustrava la proposta pervenuta da Iri, riguardo alla procedura di selezione del consulente italiano da affiancare a Morgan Stanley nella privatizzazione Stet.

L'elenco, definito sulla base di un'analisi di mercato in cui operavano le diverse istituzioni nonché dell'esperienza maturata dalle stesse nei settori di consulenza aziendale e di finanza straordinaria, si delineava in linea agli schemi indicati dal Comitato per gli incarichi da conferirsi da parte dell'Iri e, pertanto, approvabile nei termini riportati.

#### **Verbale del 21.12.1994**

Il presidente del Comitato relazionava sullo stato di avanzamento della procedura Stet ricordando che l'operazione era stata calendarizzata improrogabilmente per l'ottobre del 1995, sia per le note difficoltà finanziarie dell'Iri, sia per l'imminenza di operazioni concorrenti. La vendita doveva avvenire

in un'unica soluzione anche al fine di evitare la perdita del "premio" di controllo per la parte che residuasse in capo all'Iri. In precedenza il Comitato aveva confermato la congruità della procedura seguita dall'Iri per l'affidamento dell'incarico di consulente finanziario dell'operazione alla società Morgan Stanley e i Ministri avevano approvato tale decisione indicando l'opportunità di ricorrere anche ad un consulente italiano.

Nella riunione, previo esame della documentazione fornita da Iri, veniva adottata la delibera avente ad oggetto la valutazione di congruità in ordine alla procedura seguita da Iri per la designazione della società Euromobiliare quale *advisor* nazionale da affiancare a Morgan Stanley, per l'attività di dismissione nel settore delle telecomunicazioni. Veniva esposta sinteticamente anche la procedura seguita e si concordava con la scelta adottata.

#### **Verbale del 21.02.1995**

Il Comitato approvava la proposta di procedura per l'individuazione del Global Coordinator nell'operazione Stet.

#### **Verbale del 20.03.1995**

Il presidente del Comitato illustrava le ulteriori difficoltà che il disegno di legge sulle *Authorities* stava incontrando. Il nodo da sciogliere appariva quello relativo alla disciplina delle telecomunicazioni, soprattutto con riferimento allo specifico tema dell'audiovisivo. L'ipotesi all'esame era quella di inserire un emendamento all'art. 2, comma 2, del citato d.d.l. che, nello scorporare le Telecomunicazioni dal testo in discussione, consentiva di procedere alla emanazione di un disegno di legge specifico sulla telefonia.

Il presidente dava, inoltre, conto della proposta, proveniente da un consorzio di banche guidato da Mediobanca, di acquistare a fermo un quantitativo di azioni Stet sufficiente a costituire il nucleo stabile della società. Iri osservava che la proposta di Mediobanca era incompatibile con la procedura in corso in quanto la lettera di sollecitazione di offerte per il ruolo di *global coordinator* impegnava la società a procedere mediante OPV. Inoltre, era da verificare la compatibilità della procedura proposta da Mediobanca con le norme sulle privatizzazioni. Pertanto, qualora si fosse deciso di valutare la percorribilità dell'ipotesi in questione, il Comitato doveva essere in grado di specificare le ragioni per le quali tale approccio era più vantaggioso rispetto a quello di procedere mediante OPV e quali dovevano essere i termini essenziali della procedura di vendita.

Il presidente del Comitato informava di aver interpellato informalmente la CONSOB sulle implicazioni della proposta di Mediobanca dal punto di vista della legislazione sull'OPA e distribuiva copia dell'appunto di risposta ricevuto da CONSOB.

Al fine di approfondire la tematica, il presidente invitava a partecipare alla riunione il rappresentante della società Morgan Stanley, *advisor* del Tesoro e dell'IRI, per l'operazione STET, il quale rappresentava che la procedura di privatizzazione della STET prevedeva due calendari: la prima ipotesi era quella di effettuare l'operazione nel luglio '95; la seconda slittava tale scadenza all'ottobre '95. L'ipotesi di luglio presupponeva una accelerazione dell'iter della legge sulle *Authorities*.

Contemporaneamente si svolgevano le seguenti attività:

- 1) preparazione del *listing* negli USA;
- 2) valutazione degli elementi di "*Corporate Governance*" al fine di garantire al Tesoro il potere di gradimento, senza preconstituire una impermeabilità del management.
- 3) selezione del *global coordinator*.

Riguardo alla novità costituita dall'offerta di acquisto a fermo, presentata da Mediobanca ed a quella parallela, presentata da IMI ed altre banche, la raccomandazione di Morgan Stanley era quella di non rallentare il procedimento in atto e di acquisire ulteriori elementi per valutare meglio le due proposte citate.

Su specifica richiesta del presidente, il rappresentante di Morgan Stanley precisava che le proposte di Mediobanca ed di Imi risultavano essere mere dichiarazioni di intenti e non contenevano elementi chiave quali il prezzo, il *timing*, l'assorbimento del rischio derivante dall'assenza di regolamentazione (Authority - meccanismi tariffari).

Comunque, nella valutazione della proposta di acquisto a fermo doveva considerarsi una presumibile richiesta di sconto significativo. Peraltro, l'eventuale acquisto a fermo ad un prezzo basso avrebbe dato ai mercati un segnale negativo: lo Stato vendeva a fermo per porsi al riparo dalle difficoltà legislative.

Per quanto riguarda il procedimento di selezione del *global coordinator* in atto, il medesimo riteneva che la presentazione di una offerta congiunta da parte di quattro banche italiane per il ruolo di *global coordinator* poneva un problema di comparabilità delle offerte ricevute.

A tal proposito, un componente del Comitato chiedeva quale doveva essere il prezzo di vendita se la cessione fosse avvenuta mediante la procedura proposta da Mediobanca.

Il rappresentante di Morgan Stanley, evidenziava che in tal caso sarebbe cambiata l'ottica dell'operazione che, non sarebbe stata più un collocamento ma qualcosa di diverso, ovvero una fusione o una acquisizione, per cui sarebbe stato necessario pretendere il pagamento di un premio. A giudizio di Morgan Stanley la costituzione del nucleo stabile doveva avvenire con la regia del Tesoro e tale orientamento avrebbe dovuto essere comunicato al mercato nel relativo prospetto.

Il presidente del Comitato chiedeva chiarimenti sulla possibilità o meno di determinare un aumento del valore di STET, attraverso la liberalizzazione del mercato, mentre il rappresentante dell'*advisor* chiariva che il valore di STET era vicino ai suoi minimi (STET quotava 2 volte il "cash flow", contro le 3 volte di Telefonica). La ristrutturazione in corso e la nuova disciplina regolamentare avrebbero dovuto portare nei successivi sei-dodici mesi prospettive di miglioramento. Ciò che era importante per il mercato, era la capacità di produrre reddito mentre il patrimonio netto rilevava come un dato statico. La liberalizzazione avrebbe portato certamente ad un aumento di efficienza che avrebbe avuto un impatto più significativo di quello, di segno opposto, della erosione della quota di mercato.

Un componente del Comitato chiedeva l'opinione di Morgan Stanley sulle politiche delle alleanze e, nella risposta fornita, si precisava che le alleanze ipotizzate fino ad allora (IBM) si riferivano soltanto al 5% sul totale delle "*revenues*<sup>1</sup>", riguardando soltanto le attività del settore informatico. In ogni caso, gli annunci sulle alleanze avevano un effetto positivo.

Un altro componente del Comitato evidenziava che l'esistenza di due procedure distinte poteva creare qualche motivo di preoccupazione cosicché il presidente del Comitato riteneva plausibile che si procedesse ad acquisire ulteriori elementi sulle proposte avanzate da Mediobanca ed IMI, in particolare sul prezzo che sarebbe stato prospettato per l'acquisto a fermo il quale, seppur avesse comportato maggiori rischi per le banche, vi sarebbe stata la prospettiva di successivi aumenti di valore del titolo. Su tale aspetto, il presidente, notava una contraddizione nelle argomentazioni di Morgan Stanley.

Un ulteriore componente del Comitato, rilevava che Mediobanca avanzava la propria proposta sull'aspettativa di aumento di valore mentre il presidente evidenziava che le caratteristiche dei soggetti, che avrebbero potuto entrare nel nucleo stabile, potevano influenzare la determinazione del prezzo.

---

<sup>1</sup> Ricavi da vendite.

Quindi, un membro del Comitato ipotizzava la possibilità di un primo collocamento sul mercato delle azioni mediante OPV, che avrebbe portato verso l'alto il prezzo ed una successiva costituzione di un nucleo stabile a un prezzo che includeva il premio; e non viceversa.

### **Verbale del 27.03.1995**

Il presidente del Comitato forniva aggiornamenti sulla procedura di selezione dei *Global Coordinators* dell'operazione di vendita di STET, ritenendo utile informare nel dettaglio i membri del Comitato sugli sviluppi del lavoro svolto presso la sede dell'Iri da parte di rappresentanti del Tesoro, dell'Iri stesso, di Morgan Stanley, di Euromobiliare e di STET, al fine di poter adottare con la massima consapevolezza i pareri conclusivi sulla procedura.

In tale quadro, illustrava i contenuti delle risposte fornite dagli intermediari in relazione ai quesiti avanzati nelle lettere di sollecitazione di offerte inviate dall'Iri. A conclusione del lavoro di lettura comparata delle offerte presentate e una volta raccolte tutte le offerte in una lista ordinata secondo i punteggi attribuiti alle diverse caratteristiche presentate da ciascuna società, sarebbe stata predisposta una "*short list*" di candidati da intervistare sulla quale si sarebbero pronunciati lo "*Steering Committee*", il Consiglio di Amministrazione Iri ed infine il Comitato di Consulenza che avrebbe valutato la congruità della procedura seguita.

Dopo aver illustrato i suesposti aspetti procedurali, il presidente esprimeva l'avviso, condiviso dall'Iri, destinatario della proposta, che la nota offerta di Mediobanca di acquistare a fermo le azioni della STET non era incompatibile con la prosecuzione, in questa fase, della procedura di selezione in corso.

Ulteriori considerazioni venivano svolte dal presidente in merito alle prospettive di sollecita approvazione del testo di legge in materia di "*Authority*" per le Telecomunicazioni. Inoltre, venivano rappresentate le difficoltà del momento in quanto il Senato, nell'approvare il disegno di legge del Governo, aveva emendato il testo, prevedendo che il settore delle telecomunicazioni venisse regolamentato unitamente all'intero settore delle comunicazioni (audiovisive e radiofoniche). Era, peraltro, da escludere un intervento mediante decreto legge volto a scorporare la materia delle telecomunicazioni perché avrebbe incontrato una fortissima opposizione parlamentare.

Infine, il presidente informava che il Ministro competente stava svolgendo un approfondito esame della intera questione ed aveva allo studio un testo di disegno di legge che doveva consentire di superare gli ostacoli emersi con il testo di "*Authority*" all'esame della Camera dei Deputati. Il Parlamento, pertanto, era la



sede più idonea per la soluzione dei problemi connessi alle tematiche sulle comunicazioni.

Tutti i membri presenti si dichiaravano soddisfatti dell'informativa illustrata dal presidente e, su specifici argomenti, venivano svolte alcune considerazioni integrative.

Un membro del Comitato esprimeva il convincimento che le procedure di vendita a fermo e mediante offerta pubblica presentassero punti di contatto e che potevano procedere parallelamente.

Un altro componente del Comitato rilevava come il tema dell'*Authority* sulle telecomunicazioni non poteva essere scisso da quello sulle comunicazioni, a causa delle difficoltà che una tale separazione incontrava in sede politica. In ogni caso l'ipotesi di decreto legge per la soluzione del problema era da escludere.

Un altro partecipante osservava che il problema delle comunicazioni audiovisive poteva trovare soluzioni adeguate mediante l'innovazione tecnologica prevedibile negli anni a venire. I sistemi di trasmissione via cavo a fibre ottiche avrebbero consentito entro pochi anni, forse due, di estendere indefinitamente il potenziale delle trasmissioni. Ciò sarebbe stato reso possibile dalla installabilità a basso costo delle reti via cavo senza incorrere negli attuali problemi di intasamento dell'etere. La Sirti peraltro, società della STET, stava acquisendo una forte capacità industriale in tale settore in ragione del suo impegno sui mercati esteri.

A conclusione della discussione venivano illustrati i documenti presentati dai partecipanti alla riunione, allegati al verbale, e concernenti le problematiche connesse alla privatizzazione della STET.

Un ulteriore approfondimento veniva svolto sui temi dell'introduzione dei poteri speciali e sulla eventuale costituzione di nuclei stabili di azionisti.

In particolare, destava perplessità l'orientamento espresso dalla Consob, come da parere allegato, in forza del quale erano desumibili obblighi di Opa a seguito della costituzione dei suddetti nuclei stabili.

Circa gli argomenti in discussione, il presidente del Comitato riteneva utile redigere un documento di sintesi nel quale fosse posto in evidenza che le operazioni di privatizzazione a venire, dovevano evitare la costituzione di nuclei di azionisti stabili prima dell'Opv ed al di fuori della volontà del Governo, per non incorrere nelle seguenti problematiche:

- a) non si potrebbe non privatizzare in ogni caso;
- b) il nucleo costituito, con acquisti precedenti all'OPV e non concordati con il Governo, non pagherebbe il premio di maggioranza;

c) il prezzo stesso dell'OPV è condizionato dal rialzo dei corsi dei titoli, dovuto all'attività di acquisto precedente.

#### **Verbale del 23.05.1995**

Il presidente del Comitato chiedeva se vi fossero riflessioni da esporre ed analizzare sul problema STET.

Un componente riteneva che il collocamento in un'unica soluzione fosse la scelta preferibile per la privatizzazione della STET. In merito agli incentivi, esprimeva una preferenza per il pagamento rateale. Peraltro, ai partecipanti al nucleo stabile avrebbe dovuto essere richiesto il pagamento in contanti, anche a titolo di sovrapprezzo.

Il presidente, riferendosi alla nota proposta di Mediobanca, riteneva che il problema fondamentale era quello di avere il controllo sul processo di costituzione del nucleo stabile; in particolare andava attentamente valutata la convenienza per il venditore di procedere alla formazione del nucleo stabile prima del collocamento. In generale, occorreva indicare alcuni criteri di identificazione dei partecipanti al nucleo stabile, ovvero se vi fosse una preferenza per gli investitori nazionali rispetto a quelli internazionali; se dovessero o meno essere esclusi i fornitori; fino a che punto fosse opportuno riservare una larga quota agli investitori istituzionali esteri che, per statuto, non avrebbero potuto nominare propri rappresentanti negli organi societari. Interrogativi, questi, che secondo il presidente il Comitato avrebbe dovuto porsi con molta attenzione.

#### **Verbale del 20.07.1995**

Il Comitato prendeva in esame la delibera del Consiglio di Amministrazione dell'Iri riguardo alla procedura di selezione dei responsabili del coordinamento per il collocamento delle azioni STET. Nella delibera si proponeva la scelta di Mediobanca-Barclays de Zoete Wedd, quali *Joint-Global Coordinator* per l'operazione della privatizzazione di STET. La proposta prevedeva che Mediobanca fosse incaricata di guidare il consorzio per il collocamento italiano e che Barclays de Zoete Wedd fosse incaricata di valutare l'offerta per gli investitori esteri. Inoltre si prevedeva che, qualora Mediobanca ritenesse opportuno associarsi con altre istituzioni avrebbe potuto condividere il ruolo di Joint-Global Coordinator del Consorzio per il collocamento italiano con altre banche, non oltre il numero di quattro, seguendo tuttavia la graduatoria risultante dalla selezione condotta da Iri, ovvero dopo Mediobanca, nell'ordine, Imi, Banca di Roma, Banca Commerciale Italiana e Credito Italiano. La delibera inoltre prevedeva che questi incarichi erano riferiti unicamente all'offerta pubblica e non all'eventuale

formazione di un azionariato stabile, operazione che rimaneva riservata all'Iri ed al Tesoro.

Il Consiglio di amministrazione dell'Iri aveva inoltre sottoposto al Comitato l'indicazione di Morgan Stanley, quale capofila della *tranche* americana.

Il Comitato dopo aver preso visione della documentazione trasmessa da Iri, approvava la procedura seguita per addivenire alla designazione di Mediobanca e Barclays de Zoete Wedd, quali *Global Coordinators* dell'operazione STET, nonché l'invito a Mediobanca di valutare la possibilità di associarsi con altre istituzioni con cui condividere, a parità di rango, il ruolo di Joint-Global Coordinator del consorzio per il collocamento italiano, purché fosse seguito il criterio indicato da Iri.

Inoltre, riteneva congrua la proposta di individuare Morgan Stanley quale capofila della *tranche* americana, fermo restando che la specifica articolazione del consorzio internazionale nel suo complesso fosse definita successivamente alla nomina di Barclays de Zoete Wedd.

#### **Verbale del 25.07.1996**

Il presidente ricordava che il Comitato aveva già in passato discusso sulla configurazione ottimale di STET in vista della privatizzazione della società. Nel corso di una serie di ultimi incontri svoltisi a livello politico e tecnico, erano emerse due distinte posizioni riguardo a tale aspetto:

1. il *management* dell'Iri aveva confermato la propria posizione, favorevole alla vendita della Stet nella configurazione esistente nella primavera del 1997;

2. l'*advisor* Morgan Stanley, in ciò rappresentando la valutazione pressoché unanime degli operatori di mercato, riteneva che qualora il Tesoro e l'Iri avessero posto in essere appropriate misure, sarebbe stato possibile minimizzare lo sconto di oltre il 50% del valore teorico di Stet, desumibile dall'attuale capitalizzazione di mercato, per rapporto al valore teorico della somma della capitalizzazione delle società controllate, che si traduceva in una diminuzione del valore della partecipazione Iri pari a 7-8000 miliardi di lire. Tuttavia, l'*advisor* riconosceva che tale soluzione avrebbe comportato un allungamento dei tempi della privatizzazione ed un conseguente appesantimento degli interessi pagati da Iri (valutato in circa 1.000 miliardi di lire).

Le misure proposte dall'*advisor*, per ridurre lo sconto suddetto, si basavano su due linee di intervento:

1. creazione di una "nuova Stet", focalizzata sulle attività di telecomunicazione, attraverso la fusione di Stet e Telecom Italia, a cui sarebbe rimasta la partecipazione in Tim e Stet International;

2. scorporo e successiva alienazione delle altre aziende del Gruppo (Seat, Italtel/Siemens, Finsiel, Sirti), che non venivano considerate strategiche per l'attività di Stet.

Una soluzione intermedia, emersa nel corso delle discussioni precedentemente citate, poteva essere quella di vendere Seat e Sirti, lasciando inalterata la configurazione del Gruppo.

Il presidente del Comitato precisava che la proposta dell'*advisor* richiedeva tempi tecnici tali da non rendere possibile il collocamento prima della fine del 1997. Tale aspetto era di cruciale importanza in considerazione del fatto che al 30 giugno 1997, le perdite accumulate dall'Iri avrebbero superato il terzo del capitale, così configurandosi l'ipotesi prevista dall'art.2446 del c.c. Un'altra obiezione avanzata dall'Iri, all'ipotesi dell'*advisor*, era che l'attuazione delle operazioni di fusione proposte avrebbe diminuito la partecipazione dell'Iri (anche considerando la necessità, secondo l'Iri inderogabile nell'ipotesi della fusione, di convertire le azioni di risparmio Stet in azioni ordinarie della nuova società) al 26%, rendendo così scalabile la società. Infine, l'Iri aveva posto in evidenza il rischio che gli azionisti Stet esercitassero, a seguito della fusione, il diritto di recesso. In merito al problema della scalabilità, il presidente del Comitato osservava che, dato il livello della capitalizzazione della nuova società derivante dalla fusione, la quota Iri avrebbe garantito un congruo pacchetto di controllo. In ogni caso, la fusione poteva essere completata immediatamente prima della vendita e contestualmente poteva essere costituito un nucleo stabile di azionisti di dimensioni tali da prevenire scalate ostili. Inoltre, la possibilità di scalate ostili poteva essere eliminata attraverso l'introduzione di poteri speciali i quali prevedevano, tra l'altro, i limiti al possesso azionario. Quanto al diritto di recesso, esso sarebbe sorto in ogni caso dall'introduzione dei suddetti poteri speciali.

Gli *advisor*, inoltre, sottolineavano l'importanza, al fine di massimizzare il ricavo della vendita Stet, di realizzare alleanze di tipo strategico con altri operatori internazionali. Infatti, esistevano solo tre Gruppi che potevano essere considerati come operatori a livello mondiale: Unisource/At&t, Sprint/Deutsche Telecom/France Telecom e British Telecom che aveva assorbito una parte di MCI WorldCom. Nell'eventualità di voler seguire la strada di posizionare Stet quale operatore globale, una possibilità da esplorare era quella di un possibile accordo con Cable & Wireless (che controlla Hong Kong Telecom) e Veba. In ogni caso, un accordo di principio con partner strategici doveva essere concluso prima

dell'offerta o comunque i termini dello stesso dovevano essere evidenziati nei documenti dell'offerta. Per rendere credibile tale tipo di accordo non si poteva prescindere da un significativo incrocio azionario a livello di società capogruppo, e non a livello di società controllate.

Un membro del Comitato osservava che, riguardo al piano dell'analisi industriale, la possibilità di far assurgere Stet al ruolo di "Global Player" andava accuratamente esplorata nell'interesse del Paese. Non intravedeva inconvenienti derivanti dalla vendita di Stet.

Il presidente del Comitato osservava d'altro canto che Stet poteva essere venduta potendo continuare a rifornirsi dalla banca dati di Telecom Italia. La continuazione di uno stretto rapporto con Telecom Italia, dopo una eventuale dismissione, poteva essere possibile anche per Sirti mediante la stipula di accordi contrattuali di lungo periodo.

Un altro membro del Comitato sollevava il caso di Italtel, in cui le sinergie sembravano funzionare al contrario; lo stesso, a suo parere, accadeva per Finsiel.

Si apriva una discussione sulle modalità attraverso le quali i ricavi provenienti dalle dismissioni potevano essere fatti affluire alla casse dell'Iri, oppure rimanere all'interno del Gruppo Stet. Era presa in considerazione, oltre all'ipotesi di scissione ed alienazione, quella di vendita diretta da parte di Stet, seguita da una distribuzione straordinaria di dividendi a vantaggio di Iri. In definitiva, la discussione portava alla constatazione che l'argomento necessitava di uno specifico approfondimento.

Il Comitato concludeva i propri lavori sulla operazione Stet, raggiungendo l'unanime parere che tra le diverse linee di intervento discusse, quella da ritenere preferibile (pur non sottovalutando la maggiore rapidità della vendita nella attuale configurazione e la rilevanza dell'ammontare degli interessi che il ritardo porrebbe a carico di Iri) era quella di una rapida dismissione di tutte le partecipazioni in attività non strategiche, cioè Sirti, Seat, Finsiel e Italtel e, successivamente, la fusione di Stet e Telecom Italia.

L'obiezione a tale ipotesi, secondo la quale ciò richiederebbe tempi tecnici tali da non rendere possibile il collocamento prima della fine del 1997, non appariva dirimente in considerazione del fatto che l'ipotesi di vendere Stet nella sua vigente configurazione presupponeva l'approvazione, tutt'altro che certa, entro ottobre del disegno di legge sulla Autorità delle telecomunicazioni.

Il Comitato riteneva, inoltre, che questa soluzione era da preferirsi non solo in termini di incassi da parte di Iri, ma anche in termini di politica industriale per il Paese, in quanto avrebbe consentito a Stet di assumere una configurazione più adeguata ad un ruolo di operatore globale. In questa direzione, il Comitato

esprimeva anche il proprio convincimento che uno sviluppo concreto e veloce di importanti alleanze strategiche fosse elemento indispensabile per il successo futuro di Stet.

Il Comitato infine proponeva l'analisi dei seguenti punti:

1. tempi e modalità della cessione, con riferimento alle diverse ipotesi di configurazione della Stet ed alla necessità di garantire un adeguato flusso di cassa all'Iri, entro il 30 aprile 1997, tenendo in considerazione anche gli aspetti fiscali dell'operazione;

2. ambito e operatività del diritto di recesso; misure atte a prevenirlo e a ridimensionare la probabilità dell'esercizio del diritto;

3. problematica della conversione delle azioni di risparmio Stet;

4. rischi relativi alla perdita del controllo da parte di Iri nel caso fosse attuata l'operazione di fusione per incorporazione.

#### **Verbale del 28.11.1996**

Il Comitato nel corso della riunione deliberava di sottoporre ai Ministri del Tesoro e dell'Industria il seguente parere:

*"In considerazione della decisione adottata dal Governo di procedere (ai sensi del decreto-legge 21 novembre 1996, n.598) al trasferimento al Tesoro delle azioni detenute dall'Iri S.p.A. nella Stet S.p.A. e all'avvio delle operazioni relative alla fusione tra la Stet S.p.A. e la Telecom Italia S.p.A., il Comitato, esaminati gli atti già compiuti da Iri in tema di conferimento di incarichi per l'operazione di vendita della Stet, ritiene che il Ministero del Tesoro, tenuto conto della necessità di provvedere con urgenza agli adempimenti connessi alla effettuazione di dette operazioni e della facoltà, concessa allo stesso Tesoro dal comma 1 dell'art. 1 del citato d.l. 598/1996, di subentrare nei rapporti attivi e passivi posti in essere dalla società cedente (in questo caso Iri) in relazione alle partecipazioni trasferite (in questo caso le azioni Stet), possa confermare Barclays de Zoete Wedd Limited e Mediobanca quali Global Coordinator, Morgan Stanley e Euromobiliare quali Advisor, Giubergia Warburg e JP Morgan quali Valutatori nel quadro dell'operazione di collocamento della società risultante dalla fusione.*

*La conferma degli incarichi sarà condizionata all'accettazione da parte delle istituzioni in parola di corrispettivi e/o commissioni di collocamento in linea con quelli riconosciuti dal Tesoro nelle più recenti operazioni di privatizzazione. Qualora tale condizione non fosse accolta, si dovrebbe provvedere rapidamente alla effettuazione di gare limitate a pochi soggetti, così come previsto al punto 7 della delibera CIPE 30.12.1992.*

*Giubergia Warburg e JP Morgan potranno essere utilizzati anche quali Valutatori ai fini della determinazione del corrispettivo che il Tesoro dovrà corrispondere all'Iri a seguito della girata delle azioni ordinarie e di risparmio da esso detenute nella Stet.*

*Il Comitato raccomanda altresì che, per evidenti ragioni di trasparenza e tutela del mercato, nell'ambito della operazione di fusione tra Stet e Telecom Italia ciascuna delle due società, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, si avvalga di valutatori diversi."*

### **Verbale del 18.12.1996**

Oggetto principale della riunione era la fusione tra Stet e Telecom. Il Comitato si poneva il problema di un eventuale conflitto di interessi dell'*advisor* Morgan Stanley (già *global coordinator* dell'operazione di collocamento della società spagnola telefonica). Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro faceva notare che la mancata approvazione di una legge sull'*Autority* e la decisione di realizzare la fusione tra Stet e Telecom avrebbero fatto allontanare la data dell'operazione di collocamento, per cui la distanza temporale tra le due operazioni rendeva inconsistente l'ipotesi di un conflitto di interessi in capo al citato *advisor*.

Il Presidente del Comitato invocava il principio di economicità, considerando la complessità della procedura di scelta di un nuovo *advisor*, e raccomandava tuttavia che fossero tenuti distinti i *team* che la società avrebbe impiegato nel quadro delle citate operazioni.

Il Comitato concludeva favorevolmente per la conferma di Morgan Stanley, quale *advisor* del Tesoro, in relazione all'operazione di collocamento delle due società.

Quanto al progetto di massima per la fusione Stet-Telecom Italia pervenuto dalla Presidenza dell'Iri, il Comitato affrontava il problema, posto dall'Iri medesimo, della selezione dei relativi valutatori societari ai fini della determinazione del rapporto di concambio.

Il rappresentante della Direzione generale del Tesoro, di conseguenza, segnalava che, con riguardo al progetto e alla "direzione" della fusione (cioè all'individuazione della società incorporante), sarebbe stato opportuno acquisire il parere degli *advisor*.

Il Presidente del Comitato raccomandava che i valutatori utilizzati nelle due diverse fasi fossero gli stessi e che anche Telecom doveva dotarsi di propri valutatori ai fini dell'individuazione del valore di fusione.

### **Verbale del 13.01.1997**

Il Presidente del Comitato chiedeva al dirigente della Direzione Generale del Tesoro di svolgere un'esposizione sulla scelta dei valutatori che dovevano assistere il Tesoro e le società coinvolte nelle operazioni preventive al collocamento della società risultante dalla fusione Stet-Telecom.

Veniva evidenziata la necessità di tre livelli di valutazione:

- di Stet ai fini del collocamento (per il quale era stato conferito un incarico congiunto a Giubergia Warburg SIM Spa e J. P. Morgan ritenuto congruo dal Comitato) e della determinazione del prezzo di cessione della quota di controllo ai partecipanti al nucleo stabile;
- del prezzo di trasferimento dall'Iri al Tesoro delle azioni Stet;
- del rapporto di concambio ai fini dell'operazione di fusione di Stet e Telecom.

A proposito delle designazioni dei consulenti cui affidare gli incarichi di valutazione delle varie fasi propedeutiche al collocamento della società risultante dalla fusione, il Comitato raccomandava che l'incarico relativo alle valutazioni delle azioni Stet ai fini del collocamento e l'incarico relativo alla valutazione del pacchetto Stet per il trasferimento dello stesso al Tesoro, fossero affidati a Giubergia Warburg SIM e J.P. Morgan.

Per l'incarico di valutazione del rapporto di concambio della fusione Stet-Telecom il Comitato raccomandava che la Stet si avvallesse della Giubergia Warburg SIM e J.P. Morgan e che la Telecom si servisse di un proprio valutatore. Nel caso di differenza di pareri tra i valutatori il Comitato suggeriva che si provvedesse, sin dall'allora, a designare un arbitro (società di revisione).

Si poneva di seguito il problema della necessità di convocare le assemblee degli azionisti di risparmio e della conversione delle relative azioni (di risparmio).

Riguardo alla prima questione si decideva di rinviare la discussione ad una successiva riunione del Comitato.

Sulla problematica della conversione delle azioni di risparmio, il Presidente del Comitato riteneva opportuno che fosse richiesto al consulente Morgan Stanley e ai *global coordinator* di compiere simulazioni sugli effetti della conversione, oltre che formulare proposte al riguardo.

Successivamente il dirigente della Direzione generale del Tesoro svolgeva un'esposizione sullo stato della procedura di vendita della Seat sulla base della documentazione consegnata durante la riunione.

Si rilevava che il Comitato, per esprimersi sulla congruità della stessa, avrebbe dovuto procedere ad un riesame delle modalità di vendita adottate dall'Iri e delle relative procedure.



Essendo noto che l'Iri si era avvalso di Lehman Brothers per la ricerca degli acquirenti e di Giubergia Warburg SIM spa per la valutazione e tenuto conto che il consulente valutatore esprimeva anche un'opinione di congruità sulle procedure seguite, il Comitato proponeva di confermare le suddette società nei predetti incarichi e di ampliare il mandato di Warburg nel senso di affidare a tale società il compito di esprimersi sulla congruità della procedura di vendita adottata dall'Iri e attuata da Lehman, anche per il periodo precedente all'acquisizione delle azioni Seat da parte del Tesoro.

Il Comitato, in conclusione, approvava la proposta del Tesoro.

In ordine al suddetto verbale, nella fase istruttoria è stato richiesto al Ministero il "Progetto di scissione parziale della Stet mediante costituzione della Seat".

A tale riguardo e relativamente al progetto di vendita della Seat, è stato fornito il *memorandum* informativo redatto da Lehman Brothers per l'Iri. In tale documento, al paragrafo III pag. 12, veniva evidenziato il progetto di scissione parziale della Stet mediante creazione della nuova società denominata Seat spa.

#### **Verbale del 16.01.1997**

Il Presidente rilevava la necessità che il Comitato esprimesse una valutazione sulla direzione del processo di fusione tra Stet e Telecom ed informava i partecipanti che era in visione un documento di Morgan Stanley, ancora in bozza, chiedendo all'esponente della Direzione Generale del Tesoro di illustrarne il contenuto.

Veniva posto in evidenza che il documento considerava alcuni fattori che potevano influenzare la decisione in ordine all'individuazione della società incorporante:

*"1) I mercati finanziari si aspettano che la società incorporante sia la Stet perché generalmente in caso di fusione è la società "madre" ad incorporare la "figlia" e non viceversa. Tuttavia, la meccanica della fusione secondo Morgan Stanley non è un fattore decisivo per il giudizio dei mercati che sarà essenzialmente determinato dagli aspetti economici della fusione, dalla "investment story" e dagli annunci in ordine ad eventuali cambi al vertice della società risultante dalla fusione;*

*2) con riguardo agli aspetti legati alla normativa SEC, il documento sottolinea che nel caso di un "Direct Merger" (Stet che incorpora Telecom) sarebbe necessaria la compilazione di un documento F-4 da inoltrare alla SEC.*

*In caso di "Reverse Merger" (Telecom che incorpora Stet) occorrerebbe procedere alla quotazione alla borsa di New York di Telecom Italia.*

*Secondo Morgan Stanley i due processi sarebbero equivalenti dal punto di vista della durata temporale; tuttavia il Reverse Merger appare essere un processo che presenta maggiori complessità dal punto di vista regolamentare e la cui durata potrebbe essere più incerta;*

*3) secondo i principi contabili italiani entrambe le fusioni possibili creerebbero un "avanzo di fusione"; secondo i principi contabili americani (US GAAP) in entrambi i casi si genererebbe un avviamento (goodwill) che sarebbe maggiore nell'ipotesi del Reverse Merger determinandosi in tal modo un impatto negativo sul livello degli utili della nuova società.*

*Morgan Stanley fa tuttavia presente che gli investitori non saranno condizionati nella loro valutazione della società da tale fattore poiché guarderanno essenzialmente alle misure che generano cash earning;*

*4) mentre il reverse merger non richiederebbe iniziative riguardo al quadro delle concessioni e licenze oggi facenti capo a Telecom, nel caso di Direct Merger sarebbe stata necessaria un'autorizzazione da parte del Ministero delle Poste e Telecomunicazioni perché le suddette concessioni possano essere trasferite alla Stet;*

*5) dal punto di vista fiscale, il direct merger consentirebbe un rinvio del pagamento degli acconti IRPEG, ILOR dovuti nell'anno in corso con un risparmio fiscale che si aggirerebbe tra i 130 e 150 miliardi lordi."*

Si apriva una discussione nel corso della quale i diversi membri del Comitato sottolineavano che l'unico aspetto rilevante era la scelta sulla direzione della fusione.

In altri termini, si trattava di stabilire se l'incorporazione da parte della *holding* della società operativa avesse reso più difficile il perseguimento dell'obiettivo di dare alla nuova società una missione di tipo industriale.

Si precisava, inoltre, che durante il periodo della fusione non sarebbe stato possibile procedere alle vendite delle partecipazioni della Stet o di Telecom e che, d'altra parte, qualora si fosse voluto rispettare l'obiettivo del collocamento delle azioni della nuova società entro il mese di ottobre, l'ipotesi della vendita di partecipazioni estranee al *core business* della società sarebbe stata in pratica non perseguibile alla luce dei vincoli di tempo.

In seguito i rappresentanti della Morgan Stanley, invitati a partecipare alla riunione, illustravano il documento distribuito in visione al Comitato, da cui risultava che il progetto industriale della società che sarebbe derivata dalla fusione non sarebbe stato influenzato dalla direzione della stessa.

Perplessità sorgevano per entrambi i casi (*direct o reverse merger*) sul diritto di recesso che però doveva essere consentito per effetto dell'introduzione nello statuto della società dei poteri speciali previsti dalla legge 474/94.

In conclusione, il Presidente del Comitato chiedeva alla Morgan Stanley di elaborare un supplemento di documentazione sull'impatto della scelta relativa alla direzione di fusione su aspetti chiave quali la caratterizzazione industriale della nuova società, le dismissioni delle partecipazioni *no core* e le necessarie razionalizzazioni organizzative.

Nel prendere atto di tale richiesta il rappresentante della Morgan Stanley sottolineava l'urgenza della decisione da adottare sulla conversione delle azioni di risparmio e annunciava come imminente la redazione di un documento esplicativo.

A proposito del suddetto verbale e di quello successivo, nella fase istruttoria è stato acquisito il documento finale predisposto dall'*advisor* Morgan Stanley sulla scelta della modalità di fusione preferibile (*direct o reverse merger*).

Nell'atto venivano indicati, tra gli elementi che favorivano l'alternativa del *direct merger*, i seguenti aspetti:

- 1) la possibilità di evitare modifiche dell'oggetto sociale (che sarebbe stato invece necessario nell'ipotesi di *reverse merger*, considerate le partecipazioni nel settore informatico possedute dalla Stet);

- 2) maggiore convenienza fiscale del *direct merger* da ricollegare alla possibilità, in base alla normativa allora vigente, di differire il pagamento dell'imposta patrimoniale nonché degli acconti Irpeg ed Ilor. Più in particolare il Comitato Privatizzazioni aveva quantificato in circa 130 miliardi di lire il risparmio fiscale potenzialmente ottenibile.

Dall'esame del citato documento e in considerazione del costo del denaro dell'epoca, è da ritenere come tale risparmio fosse sostanzialmente riconducibile alla riduzione degli interessi passivi per la maggiore liquidità (circa 1.300 miliardi) per effetto del posticipo di circa un anno del pagamento delle somme indicate.

Inoltre, in sede istruttoria, è stato richiesto di verificare l'eventuale nomina di un arbitro (società di revisione) in presenza di eventuali differenze significative di valore tra le valutazioni dei due *advisor* per l'atto di scissione dalla Stet di Seat. Alla luce delle verifiche effettuate dagli Uffici del Ministero, risulta come non sia stato necessario nominare alcun arbitro.

### **Verbale del 23.01.1997**

Il Comitato nella riunione elaborava un parere favorevole alla fusione tra Stet e Telecom dando alla società risultante dalla fusione una missione essenzialmente industriale.

Il Presidente del Comitato comunicava di aver interpellato Mediobanca, quale *global coordinator* dell'operazione, il cui parere in merito alla suddetta questione era che non vi fossero ragioni particolari per applicare al caso di specie un approccio diverso da quello che normalmente era seguito dal mercato e che prevedeva l'incorporazione della "madre" da parte della "figlia".

Secondo Mediobanca avrebbe dovuto essere dunque Stet a incorporare Telecom e non viceversa.

Si prendeva in esame il documento finale predisposto dall'*advisor* Morgan Stanley nel quale si affermava che il *direct merger* sembrava marginalmente preferibile al *reverse merger*.

Riguardo alla direzione dell'incorporazione il Comitato si esprimeva in maniera assolutamente neutra "*giungendo alla conclusione che le considerazioni di natura economica e finanziaria in favore di una o dell'altra delle due soluzioni (direct merger o reverse merger) erano di entità irrilevante rispetto all'ammontare dell'operazione*" e riteneva, pertanto, che "*la soluzione naturale della fusione sia rappresentata dall'incorporazione di Telecom Italia da parte di Stet...*".

Nella stessa riunione veniva esaminato il problema del diritto di recesso riguardo al quale il Presidente del Comitato sottolineava l'opportunità della predisposizione di una bozza di norma di legge che prevedesse che "*nel caso in cui nel periodo contemplato ai fini della determinazione del prezzo di recesso intervenga una fusione sia possibile un intervento di aggiustamento*".

Tale incarico veniva affidato ad un membro del Comitato.

Per quanto riguardava il piano industriale, il documento di Morgan Stanley suggeriva che le principali coordinate si dovevano concretizzare:

- in una chiara definizione del *core business*;
- nello sviluppo dei sistemi *software* TLC funzionali al *core business*;
- nella dismissione o riorganizzazione dei settori manifatturiero, di installazione e delle attività *software* non TLC;
- nell'integrazione con le attività editoriali e pubblicitarie.

Secondo il documento la fusione sarebbe stata un'opportunità anche per la riorganizzazione dell'allora struttura operativa di Telecom Italia e per eliminare le aree di duplicazione tra Stet e la stessa Telecom.

Ciò sarebbe potuto avvenire attraverso le seguenti misure:

- a) integrazione delle attività internazionali di Stet e Telecom Italia;
- b) integrazione/razionalizzazione del software TLC delle due società;
- c) eliminazione di duplicazioni nelle direzioni centrali.

Venivano inoltre distribuiti i seguenti documenti elaborati dalla Stet:

- Documento dal titolo: "Processo di fusione Stet-Telecom Italia";
- Allegato n. 1 - Organigramma Stet;
- Allegato n. 2 - Organigramma Telecom Italia;
- Allegato n. 3 - Descrizione attività Stet;
- Allegato n. 4 - Descrizione attività Telecom Italia;
- Allegato n. 5 - Lineamenti di sviluppo del Gruppo Stet per il 1997;
- Allegato n. 6 - Linee di azione della Stet in ambito internazionale;
- Allegato n.7- Considerazioni organizzative sul processo di sviluppo internazionale del Gruppo Stet.

Dopo ampia discussione il Comitato perveniva all'elaborazione del seguente parere da sottoporre ai Ministri competenti:

*"La fusione tra Stet e Telecom Italia viene valutata positivamente dal Comitato, che si era già espresso in tal senso il 22/7/1996, in quanto consente di eliminare il livello societario ormai non più giustificato, con riflessi positivi sia sul valore delle società da collocare, sia sulla loro attività."*

Il Comitato, nel valutare positivamente la fusione tra Stet e Telecom Italia, riteneva che alla società risultante dalla fusione dovesse essere assegnata una missione essenzialmente industriale e che, perciò, sarebbe stato opportuno che essa assumesse la denominazione di Telecom Italia, indipendentemente da quale fosse stata la società incorporante (madre o figlia).

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro ricordava che, su indicazione del Comitato, era stato richiesto a Warburg, già scelto dall'Iri quale valutatore nella procedura di vendita Seat, di esprimere un parere di congruità sulle attività svolte dall'Iri e da Lehman fino al momento del trasferimento delle azioni Seat dalla Stet al Tesoro.

Inoltre, nell'anticipare che Warburg aveva espresso una valutazione nell'insieme positiva sulle attività di vendita Seat, proponeva che fossero invitati a partecipare alla riunione anche i rappresentanti della Warburg.

I suddetti rappresentanti formulavano un parere di correttezza su tutta la procedura di vendita Seat fino alla sospensione per effetto del trasferimento delle azioni al Tesoro.

La Warburg non ravvisava alcuna area meritevole di approfondimenti o particolari anomalie rispetto alle prassi internazionali.

Alcuni aspetti critici erano stati risolti in modo opinabile ma corretto come, ad esempio, l'esclusione di Telecom Italia dalla partecipazione all'asta o l'obbligo di OPA sulle azioni di risparmio.

L'unico elemento sul quale la Warburg riteneva di richiamare l'attenzione del Tesoro riguardava lo schema contrattuale allegato al documento inviato ai soggetti che avevano manifestato interesse a partecipare alla procedura di vendita.

In particolare, gli schemi in parola contenevano alcuni impegni richiesti al compratore ed altri da assumere da parte del venditore.

In relazione ai primi non era possibile operare alcuna modifica senza procedere ad una sollecitazione di offerte basata sui nuovi presupposti e, in relazione alle garanzie del venditore, occorreva verificare rapidamente la possibilità di richiedere all'Iri di manlevare il Tesoro.

Una modifica della procedura di questo tipo avrebbe allungato i tempi.

Un ulteriore problema nasceva dal fatto che lo schema di procedura distribuito da Lehman contestualmente *all'information memorandum* non era appropriato alla vendita della società post-scissione. Infatti, non definiva *ex ante* ipotesi relative alla situazione patrimoniale post scissione e alla posizione finanziaria netta della Seat al momento del *closing*, ipotesi sulla base delle quali i venditori avrebbero dovuto costruire le proprie offerte.

Le otto risposte pervenute prescindevano perciò da questi dati.

Dall'illustrazione della Lehmann relativa alla graduatoria delle offerte non appariva chiaro se l'ambiguità in ordine alla posizione finanziaria di Seat avesse una rilevanza e potesse quindi modificare la graduatoria stessa.

Qualora il Tesoro avesse inteso limitare la *short-list* a poche offerte (ad es. tre) si sarebbe dovuto verificare l'effettiva comparabilità delle stesse sotto l'aspetto evidenziato.

In conclusione la raccomandazione di Warburg si articolava su tre punti:

- la ripresa dell'attività sospesa;
- la richiesta a Lehmann di accelerare la procedura e di formulare una raccomandazione;
- il calendario della fase finale.

Il Comitato prendeva atto delle raccomandazioni della Warburg e dava indicazione che fosse ripresa, nei termini indicati dal consulente, la procedura di vendita delle azioni Seat di proprietà del Tesoro.

### **Verbale del 28.01.1997**

Il Presidente del Comitato faceva distribuire la documentazione pervenuta dall'*advisor* Lehman Brothers nella quale era descritto lo stato della procedura di privatizzazione della Seat spa, in particolare: analisi della completezza delle offerte preliminari ricevute; raccomandazioni di Lehman Brothers per la selezione delle Offerte Preliminari da ammettere alla fase successiva del processo di vendita; raccomandazioni riguardo la procedura da adottare per le aggregazioni degli offerenti in sede di presentazione delle offerte finali; la procedura di *due diligence*<sup>1</sup>; la tempistica preliminare dell'operazione.

L'esponente della Direzione Generale del Tesoro, nell'illustrare la documentazione pervenuta dalla Lehman, sottolineava che con l'approvazione delle raccomandazioni dell'*advisor* sarebbe terminata la prima fase della procedura di vendita.

La seconda fase si sarebbe conclusa entro la settimana del 7 aprile 1997.

A seguito della notifica agli offerenti selezionati dell'ammissione alla fase successiva della procedura e del calendario della *due diligence* si sarebbe dovuto avviare un negoziato con Stet per giungere ad un atto ricognitivo del patrimonio Seat, nonché contatti preliminari con Telecom Italia per determinare le condizioni di un accordo tra il migliore offerente e la stessa Telecom sulle condizioni di erogazione del servizio delle cosiddette "pagine bianche".

In particolare si sarebbe dovuto ottenere l'impegno da parte di Telecom a non porre condizioni pregiudiziali nei riguardi degli offerenti.

Un altro fattore di rilevante importanza era quello riguardante la possibilità per gli offerenti di avvalersi dell'eventuale facoltà di aggregare alla propria offerta finale altri soggetti.

La raccomandazione di Lehman era nel senso di favorire tale esigenza in quanto il prezzo e il livello di affidabilità delle proposte avrebbero beneficiato di una più ampia ripartizione del rischio dell'investimento.

Il Presidente del Comitato riteneva troppo lungo il periodo relativo alla seconda fase della procedura e raccomandava che fosse data indicazione all'*advisor* di rendere più breve tale periodo di almeno due settimane.

Per quanto riguardava il problema delle "pagine bianche", la stessa Telecom si sarebbe dovuta impegnare a trovare comunque un accordo con il miglior offerente.

---

1 Procedimento di analisi legale, patrimoniale, commerciale, strategica e finanziaria sulla società oggetto di cessione. Include anche incontri dei potenziali acquirenti con il management della società e visite ai relativi siti produttivi.

In ordine alla graduatoria ed all'identificazione della *short list* veniva ritenuta anomala l'estromissione dalla stessa lista del miglior offerente (Dennelley) sulla base di argomentazioni e valutazioni di tipo essenzialmente soggettivo.

Al fine di garantire la presentazione di offerte credibili, allora si sarebbe potuto pensare all'imposizione di una "*entry fee*" per l'accesso alla seconda fase della procedura.

A seguito di ulteriori approfondimenti il Comitato deliberava che le raccomandazioni di Lehman fossero sottoposte ad un riesame da parte dell'*advisor-valutatore* Warburg e che i due *advisor* pervenissero ad un accordo sulle raccomandazioni finali.

Un componente della Direzione Generale del Tesoro, sottoponeva ai membri del Comitato uno schema di decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri che, ai sensi di quanto previsto dall'art. 1, comma 2, della legge 474/94, stabiliva le modalità di vendita della Seat confermando quelle a suo tempo deliberate dal Consiglio di amministrazione dell'Iri.

Il Comitato esprimeva parere favorevole sullo schema di D.P.C.M.

#### **Verbale del 05.02.1997**

L'esponente della Direzione Generale del Tesoro ricordava che nel corso della precedente riunione del Comitato fosse stata richiesta l'acquisizione di un parere dell'*advisor-valutatore* SBC Warburg, su raccomandazione del consulente Lehman, con riguardo all'identificazione della *short list* degli offerenti da ammettere alla fase successiva del processo di vendita della Seat e in generale sulla procedura seguita dallo stesso consulente nell'attuazione di detto processo di vendita.

La SBC Warburg faceva pervenire una nota nella quale l'*advisor-valutatore* esprimeva un giudizio di congruità sulle procedure seguite da Lehman Brothers nel processo di vendita (considerate "*in line with accepted international standards*") e sulle raccomandazioni espresse dallo stesso Lehman in ordine alla *short list* di offerenti da ammettere alla fase successiva del processo di vendita.

Il Comitato prendeva atto del parere espresso dall'*advisor-valutatore* e approvava la proposta di *short-list* indicata dalla Lehman con lettera del 31 gennaio 1997.

Venivano distribuiti ai membri del Comitato nel corso della riunione alcuni documenti.

Il dirigente del Tesoro richiamava l'attenzione sulle problematiche connesse al diritto di recesso per gli azionisti Stet e Telecom a seguito della



fusione e dell'introduzione, negli statuti delle medesime, di clausole relative ai "poteri speciali" da riconoscersi in capo al Ministero del Tesoro, ai sensi dell'art. 2 della legge 474/94.

Un membro del Comitato riteneva che la via più certa per inibire il diritto di recesso agli azionisti in questione sarebbe stata quella di prevedere una norma legislativa *ad hoc* di cui peraltro non ignorava le difficoltà di approvazione parlamentare. Si riteneva quindi che l'unica strada praticabile fosse quella di modificare immediatamente gli statuti di Stet e Telecom modificando l'oggetto sociale e introducendo la clausola sui poteri speciali.

Il Comitato, in conclusione, stabiliva che il diritto di recesso doveva essere riconosciuto sulla base del prezzo medio dell'ultimo semestre.

Relativamente ai documenti citati nel verbale, si rileva il mancato reperimento dei seguenti atti:

- nota del 05.02.1997 della Warburg su giudizio di congruità sulla short list predisposta da Lehman con lettera del 31.01.97 e sulla procedura seguita per processo di vendita.
- documento conclusivo dei lavori "Commissione Carpi".
- nota del 04.02.97 della Kleinwort Benson, Merrill e Mediobanca sulle considerazioni preliminari sul documento della "Commissione Carpi".

### **Verbale del 20.02.97**

Il Presidente del Comitato dava inizio alla riunione e, con riferimento alla concessione già rilasciata dal Ministero delle Poste a Telecom, poneva in discussione la necessità di decidere sulla rilevanza o meno di un nuovo conferimento alla società che sarebbe derivata dalla fusione fra Stet e Telecom.

Quindi comunicava che il Ministero del tesoro, d'intesa con la Presidenza del Consiglio dei Ministri, aveva segnalato al Ministero delle Poste la propria posizione, secondo la quale la fusione fra Stet e Telecom, comportando una successione universale *inter vivos*, non richiedeva l'attribuzione di una nuova concessione.

Il Presidente riteneva, inoltre, che analogamente a quanto avvenuto in precedenza (nel caso della fusione per incorporazione in Telecom Italia spa delle società pubbliche concessionarie dei servizi telefonici fissi nazionali ed internazionali), non sarebbe stato necessario richiedere un parere specifico al Consiglio di Stato atteso che, all'epoca, il Ministero delle Poste aveva fornito un assenso al trasferimento delle concessioni dalle predette società alla società incorporante, cosicché veniva raccomandato di chiedere, prima dell'omologa della

fusione, il consenso del Ministero delle Poste al trasferimento della concessione medesima.

Con riguardo al diritto di recesso spettante agli azionisti ordinari e di risparmio ex art. 2437 c.c., il Comitato aveva preso in considerazione l'ipotesi di prevedere nel *timetable* dell'operazione di fusione la convocazione delle Assemblee straordinarie di Stet e di Telecom, nelle quali si sarebbe potuto deliberare il cambiamento dell'oggetto sociale di Stet per assimilarlo a quello di Telecom, con l'ulteriore inserimento dei poteri speciali in entrambi gli statuti.

A seguito delle delibere di tali assemblee si sarebbe potuto esercitare il diritto di recesso da parte degli azionisti di Stet e Telecom.

Il prezzo per il rimborso delle azioni spettante agli azionisti che avessero esercitato la suddetta facoltà sarebbe stato calcolato sugli ultimi sei mesi di quotazione.

Così, la media dei prezzi sarebbe stata sicuramente più bassa della relativa quotazione del titolo Stet e, pertanto, non sarebbe stato conveniente esercitare il diritto di recesso.

Il Presidente del Comitato, tra l'altro, informava che la Consob non aveva espresso alcuna riserva sull'opportunità della convocazione dell'assemblea straordinaria e del suo impatto sul diritto di recesso.

Il Presidente precisava che, anche nell'ipotesi in cui i prezzi in borsa del titolo Stet o Telecom fossero scesi fino alla media di quelli degli ultimi sei mesi, si sarebbero potuti verificare un certo numero di recessi.

Al riguardo il Comitato prendeva in esame due proposte che avrebbero potuto ridurre l'impatto negativo dell'esercizio del diritto di recesso.

La prima ipotesi prevedeva l'apposizione di una condizione sospensiva che condizionasse l'operatività della delibera dell'assemblea straordinaria al verificarsi dell'evento del superamento di una predeterminata soglia percentuale di recessi.

Si rilevava che terzi intenzionati a bloccare la fusione Stet-Telecom avrebbero potuto indurre al recesso una quota consistente di azionisti e che quindi sarebbe stato difficile predeterminare una soglia percentuale alta in grado di evitare tale rischio.

Si illustrava, quindi, la seconda soluzione, che prevedeva l'introduzione di un *dies a quo* per l'efficacia della delibera dell'assemblea straordinaria.

In tal caso, qualora nell'intervallo tra la delibera e il termine successivo per la sua efficacia si fosse verificato un consistente numero di recessi, entro lo stesso arco temporale si sarebbe potuta esercitare la revoca della delibera tramite la convocazione di una successiva assemblea straordinaria.

Il Comitato, esaminate entrambe le ipotesi, decideva di optare per quest'ultima soluzione e dava mandato ad un proprio componente di stilare una bozza di delibera da adottarsi nelle assemblee straordinarie di Stet e Telecom Italia seguendo la raccomandazione del Comitato.

Con riferimento alla tematica della conversione delle azioni di risparmio, il Comitato esaminava alcune questioni relative alla tempistica della fusione ritenendo opportuno di non prendere alcuna decisione.

Circa il contenuto dei poteri speciali, il Presidente proponeva al Comitato di non includere nel decreto di adozione il potere di nomina di un amministratore e di prevedere l'introduzione degli stessi poteri per un periodo predeterminato. Il Comitato si esprimeva, al riguardo, favorevolmente.

In relazione agli articoli apparsi sulla stampa periodica che menzionavano elementi riservati relativi alla procedura di cessione della Seat, veniva appreso che l'*advisor* Lehman aveva denunciato penalmente i responsabili della rivista "Panorama" per aver menzionato quest'ultima quale fonte di informazione sulla base della quale sarebbe stato poi redatto l'articolo in questione.

Circa l'atto ricognitivo della situazione patrimoniale della Seat prima della scissione, il Comitato apprendeva che non sarebbero state apposte riserve sufficienti per far fronte alla situazione della Società partecipata MMP e che pertanto lo stesso sarebbe stato successivamente chiamato ad esprimersi sulla situazione della MMP non appena fosse pervenuta la raccomandazione della Lehman Brothers e di SBC Warburg.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro introduceva il tema dell'eventuale necessità di nominare il secondo valutatore per la Seat, in relazione al disposto della Delibera del CIPE del 30 dicembre 1992 che prevedeva la nomina di uno o più valutatori per le procedure di collocamento dei titoli azionari posseduti dal Tesoro ed il Comitato, rinviando sul punto ogni decisione, riteneva che, qualora lo avessero richiesto ragioni di opportunità, il Tesoro con l'approssimarsi della cessione avrebbe potuto comunque riservarsi la facoltà di nominare un secondo *advisor*.

Relativamente alla documentazione richiamata nel verbale non è stato possibile reperire i seguenti documenti:

1. richiesta fatta alla Consob dal Direttore generale del Tesoro per convocare l'assemblea straordinaria degli azionisti sulla questione del diritto di recesso e relativa risposta della CONSOB;
2. appunto articolato circa la "seconda soluzione" proposta da un componente, adottata dal Comitato in questa riunione.

### **Verbale del 28.02.1997**

Il Presidente del Comitato riteneva necessario definire il testo di una raccomandazione diretta al Comitato dei Ministri sull'opportunità di introdurre negli statuti di Stet e Telecom clausole relative ai "poteri speciali" previsti dalla legge 474/94, valutando al contempo se prevedere tutti i succitati poteri (come nel caso ENI) oppure soltanto una parte degli stessi, nonché di limitarne la durata.

Si osservava che la legge n. 474/94 non escludeva la possibilità di limitare la durata dell'operatività dei poteri speciali. All'uopo veniva chiarito che l'introduzione di un limite nella durata dei poteri speciali poteva rendere impossibile la proroga degli stessi anche in caso di necessità.

Il Comitato proponeva così di prevedere una durata limitata nel tempo e condizionata al realizzarsi del completamento del processo di liberalizzazione del settore, nonché del consolidamento del ruolo dell'autorità di regolazione.

Un componente si preoccupava che venisse specificata, nel DPCM, la previsione di una verifica delle suddette condizioni ai fini di una decisione in ordine alla rimozione dei poteri speciali e che gli stessi si sarebbero dovuti esercitare nel rispetto dei principi comunitari.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro rammentava la necessità di adottare una decisione sull'eventuale introduzione negli statuti delle società del limite al possesso azionario, nonché delle soglie dei "gradimenti".

Un membro del Comitato, citando la legislazione societaria che indica nel 2% la soglia di partecipazioni qualificabili come rilevanti, suggeriva che il limite del possesso fosse allineato a livello più basso sin allora determinato (3%), tenuto conto della rilevante dimensione della società derivante dalla fusione. Con riguardo al gradimento veniva proposta la soglia del 2%.

Il Comitato concordava con tale proposta e, con le indicazioni fornite con riguardo all'estensione dei poteri speciali ed al meccanismo che ne avrebbe determinato la durata, concludeva la riunione raccomandando ai Ministri di non annoverare, tra i poteri speciali, la facoltà dello Stato di nominare gli amministratori e/o sindaci.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro richiedeva al Comitato una valutazione sull'opportunità di estendere il periodo utile per la costituzione di aggregazioni tra i partecipanti all'asta finalizzata alla vendita della Seat ed il Comitato valutava positivamente tale proposta indicando il termine del 15 marzo 1997.

### **Verbale del 20.03.1997**

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro informava il Comitato che in data 24 marzo 1997 sarebbe stato approvato il piano relativo alla fusione tra Stet e Telecom e che sarebbero state, quindi, convocate le assemblee delle due società per procedere alle relative modifiche statutarie volte all'introduzione dei poteri speciali, del limite al possesso azionario e del voto di lista.

Il Comitato approvava gli schemi del DPCM e del decreto del Ministro del Tesoro, riguardanti l'introduzione dei poteri speciali ex legge 474/94.

In seguito alla discussione sulla quota da indicare per il limite del possesso azionario veniva ritenuto congruo un limite pari al 5%. Tale limite, più elevato rispetto a quello dell'ENI (3%), si giustificava con l'esigenza di avere a disposizione un'ampia platea di soggetti potenzialmente partecipanti al capitale di una società che operava in un settore sottoposto a processi di cambiamento e dove era essenziale la ricerca di *partner* con i quali creare sinergie industriali.

Riguardo alla soglia di gradimento all'acquisizione di partecipazioni rilevanti, si assumeva di poterla stabilire in un *range* tra il 2% ed 3%, tenuto conto della minore capitalizzazione di borsa della nuova società in rapporto a quella dell'ENI.

### **Verbale dell'11.04.1997**

Il Presidente invitava il Comitato a esprimersi sulla messa in liquidazione della MMP, controllata di Seat, e sulle conseguenze di tale decisione sulla procedura di vendita della Seat stessa.

Uno dei componenti riteneva che, alla luce delle risultanze contabili, si dovesse procedere alla nomina di un liquidatore di sicura autonomia per la rapida messa in liquidazione della succitata società. Evidenziava, inoltre, il problema delle garanzie sugli oneri della liquidazione da riconoscere al compratore di Seat, suggerendo che l'onere delle garanzie fosse posto in capo all'Iri, in considerazione del contenuto del decreto che disciplinava il trasferimento delle azioni Stet al Tesoro, e che si richiedesse al compratore la concessione in pegno delle azioni MMP per salvaguardare gli interessi del Tesoro e dell'Iri nel contesto delle procedure di liquidazione.

Relativamente ai documenti citati nel verbale, si rileva il mancato reperimento della Comunicazione del Comitato all'Iri circa l'orientamento da seguire sulle garanzie sugli oneri della liquidazione della MMP da riconoscere ai compratori Seat.

### **Verbale del 27.05.1997**

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro informava il Comitato sullo stato della procedura di valutazione dei titoli Stet trasferiti dall'Iri al Tesoro e ricordava che erano stati scelti tre valutatori: Albertini (per l'Iri), J P Morgan e Warburg (per il Tesoro).

Il Presidente sottolineava l'urgenza di concludere il procedimento di valutazione poiché il trasferimento delle azioni Stet dall'Iri al Tesoro era stato approvato dalla Commissione UE per risolvere il problema del *debt/equity ratio* dell'Iri e che nello stesso periodo (sei mesi) si sarebbe dovuto procedere alla privatizzazione della Stet.

In relazione alla predisposizione del testo del DPCM sulle modalità di vendita della Stet il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro rammentava che era stato distribuito un documento predisposto dagli *advisor* Morgan Stanley ed Euromobiliare.

Il Presidente riteneva di richiedere un parere anche a Mediobanca sulla questione e informava che, con riguardo all'operazione Seat, era stato diramato un comunicato stampa per smentire le voci di un rinvio dell'operazione causato dalla vicenda MMP e proponeva la nomina di un arbitro per consentire una soluzione al problema sorto tra Stet e Seat.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro informava che l'*advisor* Lehman suggeriva di riconoscere agli acquirenti una manleva pari al 100% dei costi risultanti in eccesso rispetto a quelli stimati dal liquidatore, circostanza questa che otteneva il parere favorevole del Comitato.

A proposito del contenuto del verbale, in sede istruttoria non sono stati forniti elementi sulla effettiva acquisizione del parere di Mediobanca sulla conversione di azioni di risparmio per la vendita della Stet, sollecitato dal presidente del Comitato.

### **Verbale del 05.06.1997**

Il Comitato discuteva su tre documenti elaborati dagli *advisor* Morgan Stanley - Euromobiliare e dai *global coordinator* BZW - Mediobanca aventi per oggetto la problematica della conversione delle azioni di risparmio Stet - Telecom.

Il Comitato esprimeva parere favorevole nel non far convertire dette azioni (di risparmio) in ordinarie, considerata la liquidità del risparmio Stet - Telecom e del danno che sarebbe stato arrecato agli azionisti ordinari in caso di conversione nell'imminenza del collocamento.

Il Comitato esprimeva parere favorevole anche su uno schema di DPCM sui criteri e sulle modalità di dismissione della società risultante dalla fusione di Stet e Telecom che sarebbe stato successivamente inviato al Parlamento per il parere di competenza ai sensi dell'art. 1, comma 2, della legge n. 484/95.

#### ***Verbale del 02.07.1997***

Il Comitato prendeva visione dei seguenti documenti:

- lettera del Presidente della Stet Spa del 25 giugno 1997, nella quale si dava conto dell'intenzione della società di procedere alla dismissione della partecipazione da essa detenuta in Sirti;
- due documenti dei consulenti Morgan Stanley ed Euromobiliare sulla procedura di costituzione e sulla configurazione del "nucleo stabile" della Telecom Spa.

Il Comitato si riservava di analizzare le relative problematiche.

I documenti citati nel verbale non sono stati esibiti in sede istruttoria.

#### ***Verbale del 21.07.1997***

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro informava il Comitato sullo stato dei contatti con la Consob circa l'applicabilità della legge sull'OPA alla procedura di costituzione del "nucleo stabile" in Telecom. A tal fine esponeva il contenuto di una lettera inviata alla Consob nella quale si evidenziavano le differenze tra il caso San Paolo e la procedura Telecom.

Il Presidente del Comitato osservava che la posizione di controllo in capo agli azionisti poteva essere verificata dalla Consob tenendo conto del loro concreto operare.

Si apriva una discussione che terminava con la decisione di ritenere che il pacchetto non offerto agli azionisti stabili potesse essere ceduto mediante O.P.V. in un'unica soluzione.

Relativamente ai documenti citati nel verbale, non è stata esibita in sede istruttoria la lettera alla Consob illustrata dall'esponente della Direzione generale del Tesoro, concernente la problematica relativa all'applicabilità della legge sull'OPA per la procedura di costituzione del nucleo stabile in Telecom.

#### ***Verbale del 22.07.1997***

Nella riunione si esponeva l'esito della procedura di vendita Seat e si illustrava il contenuto delle due lettere pervenute dalla cordata facente capo alla Comit ed all'Itt.

Si procedeva preliminarmente all'esame dell'ammissibilità della proposta di acquisto formulata dall'Itt che veniva ritenuta inammissibile dal Comitato.

In seguito all'esposizione da parte degli *advisor* Lehman e Warburg circa l'offerta Comit ed alla valutazione, il Comitato concordava sulla congruità della stessa.

#### **Verbale del 07.08.1997**

Alla riunione veniva invitato il rappresentante della Morgan Stanley affinché riferisse sull'attività svolta nella procedura di costituzione del nucleo stabile di Telecom.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro comunicava che era stato raggiunto un accordo di carattere finanziario tra la cordata guidata da Comit e la Telecom e che tale intesa sarebbe stata trasmessa all'Antitrust per il parere di competenza.

#### **Verbale del 04.09.1997**

Nella seduta veniva distribuita una lettera in aggiunta alla precedente nota inoltrata da Morgan Stanley ai potenziali partecipanti al "nucleo stabile" di Telecom Italia, approvata dai Ministri del Tesoro e dell'Industria, senza acquisire il preventivo parere del Comitato per motivi d'urgenza.

Un membro condivideva l'opinione che la missiva non aggiungesse molto in termini di contenuto al progetto di costituzione del nucleo stabile e che avesse natura essenzialmente procedurale, proponendo che fosse fatta pervenire in tempi brevi alla Consob la documentazione sul nucleo Telecom.

Inoltre, veniva esposta un'osservazione sulla bozza di contratto con la segnalazione dell'opportunità che i partecipanti al nucleo stabile non potessero aderire e votare liste di minoranza presentate in sede di assemblea Telecom.

#### **Verbale del 25.09.1997**

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro distribuiva un documento della Morgan Stanley (datato 25 settembre 1997) riguardante l'andamento dei negoziati concernenti il "nucleo stabile" di Telecom Italia e la determinazione della soglia minima per il riconoscimento dei posti nel suo consiglio di amministrazione ai partecipanti al detto nucleo, fissando nell'1% la percentuale richiesta (ex legge 474/94) per la presentazione delle liste di minoranza.

La conseguenza che ne derivava era che il numero dei consiglieri potesse essere anche stabilito al di sotto di quello proposto dal consiglio di



amministrazione, pari a n. 15, assegnando i posti di consigliere soltanto in un numero corrispondente a quello dei singoli soci (o delle aggregazioni) che avevano avanzato una richiesta di acquisto superiore alla soglia minima.

Il Comitato condivideva tale orientamento.

### **Verbale del 25.10.1997**

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro dava conto al Comitato del risultato dell'offerta Telecom.

L'andamento dell'offerta globale presentava una certa instabilità, infatti, a fronte di una O.P.V. che, secondo il Comitato, aveva registrato un successo (con n. 2.060.364 sottoscrittori che avevano richiesto n. 2.921.639 azioni per un controvalore di circa 31.849 miliardi di lire), al contrario, a livello istituzionale, la domanda risultava globalmente insufficiente, ancorché non omogenea.

Il totale della domanda degli investitori istituzionali era pari a 800 milioni di azioni, però mentre il " *libro italiano e quello statunitense sono di livello accettabile, i libri del Regno Unito e del resto del Mondo sono molto deludenti (nel primo caso sono state domandate 113 milioni di azioni contro 160 milioni di azioni garantite, nel secondo, 141 milioni di azioni contro 220 milioni di azioni garantite)*".

Le banche capofila si erano giustificate adducendo, quale causa della cattiva *performance*, il ritiro di molti ordini a seguito della concomitante crisi del mercato di Hong Kong.

Comunque, grazie al successo nel *retail*, l'offerta si chiudeva con la vendita dell'intero pacchetto di azioni Telecom, offerto ad un prezzo di 10.908 lire per azione per il pubblico indistinto (10.845 per i dipendenti).

Per quanto riguardava l'offerta istituzionale, il prezzo raccomandato dai *global coordinator* era di 11.200 lire per azione pari all'ultimo prezzo di mercato, leggermente al di sotto del prezzo ufficiale (pari a 11.245 lire). La ragione di tale raccomandazione era da ricercare nella necessità di avere il pieno sostegno degli investitori istituzionali in un *after market* che si preannunciava molto difficile a causa della crisi del mercato asiatico.

Il Presidente aggiungeva a tal riguardo che il prezzo sul mercato di New York era sensibilmente più basso e che la probabilità di una azione di sostegno era molto elevata.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro faceva presente che per quanto riguardava l'allocazione delle azioni tra *retail* e offerta istituzionale non esisteva una posizione comune da parte dei due *global coordinator*.

Infatti, Mediobanca proponeva di allocare n. 280.000.000 di azioni all'istituzionale e n. 1.450.000 al *retail*, mentre BZW proponeva di allocare n. 330.000.000 di azioni all'istituzionale e n. 1.400.000 al *retail*.

Il Comitato a seguito di ampia discussione, preso atto dei risultati delle valutazioni, considerava congrue le procedure seguite dal Tesoro nella determinazione del prezzo di vendita delle azioni Telecom per l'offerta al pubblico indistinto (11.200 lire per azione), per l'offerta ai dipendenti (10.845 lire per azione) e per l'offerta riservata agli investitori istituzionali (11.200 lire per azione). In relazione all'allocatione il Comitato, dopo aver sentito il parere degli *advisor* Morgan-Stanley ed Euromobiliare, riteneva congrua la proposta di Mediobanca prevedendo l'assegnazione di 1.450.000 azioni all'O.P.V. e di 280 milioni di azioni alle *tranche* istituzionali tenendo conto della necessità di assicurare il massimo impegno del *global coordinator* italiano nell'*after market*.

### **Verbale del 18.03.1999**

L'ordine del giorno della riunione riguardava la vendita della quota residua di partecipazione posseduta dal Tesoro in Telecom Italia spa.

Il presidente del Comitato ricordava che non era stato ancora pubblicato il prospetto informativo relativo all'OPA da parte di Olivetti e rilevava la necessità di definire i tempi più opportuni per la vendita della partecipazione in Telecom da parte del Tesoro, oltre alle modalità da seguire in considerazione dell'obiettivo di conseguire il massimo introito dall'operazione e di mantenere una posizione di neutralità.

In relazione ai tempi per effettuare l'operazione, il presidente osservava che dopo la chiusura dell'OPA sarebbe aumentato il rischio di volatilità del prezzo e, quindi, faceva presente che le modalità di vendita da prendere in considerazione erano l'offerta pubblica, l'*accelerated book building* e la vendita in blocchi.

A tal proposito era stato posto un quesito alla Consob in relazione alle tre tipologie di vendita per evitare di creare turbative per l'esecuzione dell'OPA, nell'ipotesi in cui il Tesoro avesse deciso di procedere alla vendita della quota prima della conclusione della predetta OPA da parte di Olivetti.

Veniva evidenziato che i tempi erano piuttosto ristretti per vendere prima dell'OPA e, pertanto, il presidente suggeriva di valutare la possibilità che la procedura di vendita fosse almeno avviata.

Il Comitato analizzava quindi le diverse modalità di vendita e il possibile prezzo cui cedere la partecipazione.

In particolare, si analizzava la possibilità di cedere la quota con un metodo "misto", dato dalla combinazione tra vendita diretta agli investitori istituzionali e l'*accelerated book building*.

Tale sistema presentava il vantaggio di minimizzazione dei tempi di vendita e di rendere possibile la partecipazione di un consistente numero di operatori.

Il presidente rilevava la necessità di un meccanismo che potesse fornire, sul prezzo e sulle quantità, informazioni trasparenti a tutti gli operatori.

### **Verbale del 23.03.1999**

La riunione si apriva con la divulgazione della lettera di risposta ai quesiti del Tesoro del 18 marzo alla Consob, la quale rilevava che il Tesoro, al pari di qualsiasi altro "soggetto interessato", in caso di vendita della quota, doveva attenersi all'art. 10 del Regolamento Consob n. 11520 del luglio 1998, in base al quale "*l'offerente e gli altri soggetti interessati adeguano la loro condotta a principi di correttezza e di parità di trattamento dei destinatari dell'offerta e non eseguono operazioni sul mercato volte a influenzare le adesioni all'offerta*".

Pertanto la Consob, pur ammettendo che il Tesoro fosse libero di adottare la modalità di cessione che riteneva opportuna, affinché l'operazione fosse compatibile con i principi di correttezza, poneva alcuni vincoli allo svolgimento dell'operazione.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro comunicava che Morgan Stanley aveva svolto approfondimenti sulla possibilità di adottare una procedura mista per la cessione di Telecom.

L'*advisor* riteneva, infatti, che la pura asta competitiva avrebbe creato problemi per gli investitori istituzionali, riguardo ai diversi prezzi che sarebbero stati pagati dagli operatori e proponeva quindi una procedura correttiva.

L'asta si sarebbe svolta a due livelli: gli operatori che avessero proposto un'offerta al di sotto di un determinato limite avrebbero pagato il prezzo marginale, mentre coloro che si fossero collocati al di sopra di tale limite avrebbero pagato il prezzo offerto.

Il meccanismo poteva essere discriminante per gli azionisti facenti parte del "nocciolo duro" i quali, avendo contrattualmente un limite all'acquisto, si sarebbero trovati a pagare un prezzo marginale ed a non avere la possibilità di acquisire l'intera quota offerta. Occorrevano quindi ulteriori approfondimenti.

Circa la tempistica dell'operazione il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro, in merito alla possibilità di vendere prima della successiva assemblea Telecom, riferiva che, secondo l'*advisor*, alcuni soggetti (investitori

strategici) avrebbero potuto avere interesse a pagare un premio, pur di avere la possibilità di partecipare all'assemblea. Egli ricordava, inoltre, le regole generali di trasparenza e correttezza indicate dalla Consob nella lettera citata e affermava che, in osservanza al principio della parità di informazioni, nessun operatore doveva essere a conoscenza della curva di domanda.

Si raccomandava di acquisire comunque in tempo tutta la documentazione e tutti gli elementi necessari, qualora si fosse deciso di vendere prima dell'assemblea.

Un componente del Comitato rammentava l'esigenza di vendere il più possibile in prossimità dell'OPA per attirare gli investitori istituzionali, mentre il Presidente evidenziava la necessità di verificare, tramite l'*advisor*, se vi fossero investitori istituzionali disposti ad acquistare le azioni Telecom e di indagare se a tal fine esistesse un mercato di investitori istituzionali e strategici per l'acquisto della quota Telecom.

Il rappresentante di Rothschild comunicava che tra gli operatori vi era un clima d'incertezza, legata sia al lancio dell'OPA e sia all'esito dell'assemblea Telecom, in relazione al quale si stava registrando un calo dei prezzi e dei volumi scambiati.

Il medesimo faceva presente che lo sconto poteva essere di circa il 4-5% e che l'acquisto da parte del "nocciolo duro", dati i vincoli contrattuali, non consentiva di sottoscrivere l'intera quota detenuta dal Tesoro ed appariva improbabile che tutti i suoi componenti intendessero di incrementare la propria quota.

Il rappresentante di Rothschild valutava che in quel momento il prezzo era 9,1 e che non vi erano motivi per ritenere che questi operatori fossero disponibili a pagare un premio.

Alla richiesta del rappresentante della Direzione Generale del Tesoro di una valutazione in merito alla tempistica dell'operazione e se, al fine di massimizzare il prezzo, fosse opportuno da parte del Tesoro di vendere la quota prima o dopo l'assemblea Telecom, il rappresentante di Rothschild suggeriva che per procedere alla vendita nei confronti degli investitori istituzionali era opportuno attendere un momento di maggior certezza e conoscere almeno le decisioni dell'assemblea della Telecom.

Per gli operatori strategici era necessario un *premarketing* per avere un'idea delle valutazioni di tali operatori.

Aggiungeva che se l'assemblea Telecom avesse votato contro le proposte del Consiglio di amministrazione della Telecom stessa, si sarebbe dovuto attendere fino al momento in cui si fossero avute notizie sull'esito dell'OPA.

All'osservazione di un membro del Comitato sul fatto che in tal caso il prezzo sarebbe potuto essere meno conveniente per il Tesoro, il rappresentante di Rothschild rilevava che il successo dell'operazione dovesse essere valutato confrontando il prezzo di vendita con quello che esprimeva il mercato nello stesso periodo.

Tenuto conto del parere di Rothschild, il Presidente del Comitato chiedeva ai membri di pronunciarsi sull'opportunità di effettuare l'operazione di vendita dopo l'assemblea Telecom o, nel caso in cui l'assemblea si fosse espressa contro le proposte del Consiglio di amministrazione, al momento in cui si fossero avute indicazioni sull'esito dell'OPA.

Si apriva una discussione in seguito alla quale il Presidente suggeriva l'opportunità di sondare quale fosse la valutazione degli operatori strategici circa la tempistica dell'operazione e raccomandava che fossero effettuati tutti gli adempimenti per consentire, eventualmente, di vendere la quota prima dell'assemblea Telecom.

Quindi, si riteneva che sarebbe stato opportuno procedere, tramite l'*advisor*, ad un sondaggio presso gli investitori istituzionali e strategici per verificare la disponibilità ad acquistare prima della successiva assemblea Telecom e concordava sulla necessità di chiarire subito tutti gli aspetti di natura legale.

A proposito dei documenti citati nei verbali del 18 e 23 marzo 1999, non è stata esibita in sede istruttoria la corrispondenza con la Consob concernente le modalità più opportune per l'esecuzione dell'OPA Telecom.

#### ***Verbale del 24.03.1999***

Alla riunione erano presenti i rappresentanti di Rothschild e Morgan Stanley per riferire gli esiti del sondaggio effettuato presso gli investitori istituzionali e strategici.

Gli *advisor* avevano analizzato l'andamento dei prezzi e dei volumi dell'azione di Telecom Italia e l'atteggiamento degli investitori nei confronti del titolo, attivando contatti informali e confidenziali con un campione rappresentativo di potenziali acquirenti.

II risultato di tali analisi e contatti indicava quanto segue:

*"1. Gli operatori di mercato sono ancora incerti sull'impatto e la validità degli annunci di Telecom Italia, del piano industriale proposto da Olivetti e del possibile sviluppo dei successivi eventi quali ad esempio il risultato dell'Assemblea Straordinaria. Infatti, i bassi volumi di scambio sul titolo di Telecom Italia e il debole andamento del prezzo indicano un atteggiamento di attesa e di incertezza da parte del mercato. Gli advisor ritengono pertanto che in*

*caso di vendita sul mercato, il prezzo ottenibile dal Tesoro sarebbe senz'altro a sconto rispetto al prezzo di mercato delle azioni. Sebbene l'entità di tale sconto fosse stato di difficile determinazione, gli advisor hanno ritenuto che questo possa essere compreso tra 3,5% e 8%, equivalente ad un prezzo per azione compreso tra 8.5 Euro e non oltre 9 Euro.*

*2. I potenziali investitori strategici interpellati manifestano al momento scarso interesse ad investire nel titolo.*

- In particolare, espressioni di interesse sono pervenute solo da una minoranza di soggetti facenti parte dell'azionariato stabile di Telecom Italia, che si ricorda, avrebbero potuto incrementare la propria quota per un massimo del 30%, così come stabilito dai contratti in sede di costituzione del nocciolo duro. Solo due soggetti hanno dichiarato un sicuro interesse per un ammontare stimabile allo 0,37% del capitale. Lo scarso interesse da parte di questi soggetti è da collegarsi, tra l'altro, alla situazione di incertezza sull'effettivo ruolo strategico o di corporate governance che potrebbero ottenere tramite l'investimento, nonché sui vincoli di carattere legale, normativo e procedurale pertinenti alla particolare situazione della società.*

- I proponenti l'OPA in corso ed altre parti ad essi collegate contattati da Morgan Stanley hanno dimostrato di non essere interessati all'acquisto delle azioni detenute dal Tesoro per timore che un eventuale acquisto, necessariamente regolato in contanti al contrario di quanto offerto al pubblico, potesse suscitare l'intervento della Consob.*

- Altri soggetti contattati non riconducibili né all'Azionariato Stabile né ai proponenti l'OPA si sono dimostrati restii ad effettuare una transazione che li portasse manifestamente a prendere le parti di uno o dell'altro schieramento in sede di Assemblea Straordinaria.*

*Dalle analisi svolte dagli advisor è emerso che attualmente, le condizioni di mercato non sono ideali per la cessione della quota del Tesoro: il prezzo delle azioni Telecom Italia risentirebbe fortemente dell'impatto di un'eventuale cessione, determinando un probabile impatto negativo sui ricavi ottenibili dal Tesoro".*

*In conformità a quanto indicato, gli advisor ritenevano che, per il Tesoro, sarebbe stato più prudente attendere il risultato dell'Assemblea Straordinaria di Telecom Italia prima di decidere la tempistica e le modalità di dismissione della propria quota, anche se l'evoluzione futura del prezzo delle azioni Telecom Italia rimaneva incerta e fuori dal controllo del Ministero.*

*Il Comitato concordava con le osservazioni degli advisor.*

I rappresentanti della Direzione Generale del Tesoro comunicavano che l'ufficio legale Olivetti aveva preso contatti in merito alla possibilità di rinuncia, prima dell'OPA, all'esercizio della *golden share* da parte del Tesoro.

A tal riguardo si osservava che se il Tesoro avesse deciso, in quell'occasione, di rinunciare alla *golden share*, il problema si sarebbe riproposto per tutte le società per le quali era previsto l'esercizio di poteri speciali e che, in base alla normativa vigente, la *golden share* doveva essere esercitata al termine dell'OPA.

Un diverso comportamento del Tesoro sarebbe stato inteso come mancanza di neutralità.

Il Comitato concordava.

A proposito dei documenti citati nel verbale, in sede istruttoria non è stato fornito il parere dello studio legale Palmieri.

#### **Verbale del 05.04.2000**

Il Comitato analizzava il documento predisposto dall'*advisor* Rothschild Italia sulla "partecipazione residua" del Tesoro in Telecom Italia con le indicazioni sull'andamento del titolo nel corso degli ultimi sei mesi, ritenendo che il Ministero avrebbe dovuto procedere alla cessione dell'intera partecipazione detenuta nella società ed a tal fine sollecitava un parere degli *advisor*/collocatori sull'alternativa tra vendita in blocco piuttosto che per piccole *tranche* successive.

Inoltre si esaminava la questione della *golden share* alla luce delle conclusioni alle quali era pervenuta la Direzione Generale degli affari economici e finanziari della Commissione Europea dopo un primo esame del DPCM dell'11 febbraio 2000.

Il Comitato si riservava di esprimere un proprio orientamento nella riunione successiva.

#### **Verbale del 11.04.2000**

In questa riunione il Comitato esaminava, in particolare, i documenti predisposti da Rothschild Italia (*advisor*) e da Morgan Stanley D.W. (collocatore) contenenti alcune considerazioni sul processo di vendita della "partecipazione residua" detenuta dal Tesoro in Telecom Italia.

Dall'analisi dei documenti emergeva che fosse preferibile la vendita della partecipazione residua in un'unica *tranche*, piuttosto che in più quote di dimensioni minori.

Tale opzione avrebbe consentito al Ministero del Tesoro di massimizzare gli introiti della vendita senza creare eccessive turbative sul mercato considerato

che l'operazione in un'unica soluzione avrebbe minimizzato il rischio legato all'elevata volatilità delle azioni e ridotto alcuni costi di transazione.

Il Comitato ribadiva il proprio orientamento circa la dismissione dell'intera partecipazione e riteneva che:

a) il Ministero del Tesoro dovesse procedere mediante cessione della partecipazione in un'unica soluzione;

b) la scelta del *timing* dell'operazione dovesse avvenire sulla base del monitoraggio di indicatori economico/finanziari relativi all'andamento del titolo ed alla valutazione prospettica della società.

### **Verbale del 13.06.2000**

Il Comitato esaminava la documentazione predisposta dagli *advisor* Rothschild Italia e Morgan Stanley sulla "partecipazione residua" del Ministero del Tesoro in Telecom Italia contenente indicazioni sull'andamento del titolo nel corso degli ultimi sei mesi, anche in rapporto ai principali operatori europei del settore.

Gli stessi ritenevano che nel corso della settimana successiva si sarebbero create le opportunità per la cessione della quota residua del Tesoro in Telecom Italia, in quanto:

- il titolo Telecom Italia nell'ultimo periodo aveva mostrato segni di ripresa;
- esisteva liquidità sul mercato secondario;
- a conclusione dell'offerta Deutsche Telecom gli investitori istituzionali avrebbero dovuto ricevere un quantitativo di azioni inferiore a quanto richiesto e, conseguentemente, avrebbero dovuto avere disponibilità nei loro portafogli per investire in titoli del settore;
- l'operazione avrebbe potuto beneficiare degli esiti del road show che il management della società stava concludendo con gli investitori statunitensi;
- ulteriori effetti positivi sulla vendita potevano derivare dalle decisioni del Governo sulle modalità di gara per il rilascio delle licenze UMTS.

Il Comitato aveva ritenuto logiche e congruenti le motivazioni espresse dagli *advisor* che comportavano la possibilità di procedere, nel corso della settimana successiva, alla cessione dell'intero pacchetto residuo detenuto dal Tesoro.

### **Verbale del 29.11.2000**

Nella riunione si esaminavano i documenti predisposti dalla Rothschild Italia (*advisor*) e dalla Morgan Stanley D.W. (collocatore), su un aggiornamento



relativo all'andamento dei mercati e le rispettive raccomandazioni in ordine alla cessione della quota residua detenuta dal Tesoro in Telecom Italia.

Il Comitato affermava il proprio orientamento favorevole all'operazione.

Raccomandava di verificare, tramite il collocatore, l'esistenza anche di investitori industriali disponibili a pagare un premio rispetto alle quotazioni di mercato ed, eventualmente, in caso di reale interesse, predisporre la pubblicazione di un bando di gara secondo le usuali procedure adottate in altre operazioni.

### **Verbale del 02.02.2001**

In questa riunione era presente il rappresentante di Rothschild Italia per fornire ai membri i necessari chiarimenti riguardo all'andamento dei titoli Telecom Italia.

A tal fine venivano distribuiti due documenti relativi alla "Performance recente dei titoli ENI e Telecom Italia e indicazioni di mercato".

In relazione all'operazione Telecom Italia venivano illustrati i seguenti punti:

*"• il corso di borsa del titolo aveva registrato una performance particolarmente positiva nel mese di gennaio, recuperando le perdite subite nel mese di dicembre;*

*• le valutazioni della società, basate sugli indicatori economici fondamentali, espresse dal mercato, erano allineate a quelle del gruppo di società comparabili;*

*• il consensus della comunità finanziaria rispetto al titolo rimaneva sostanzialmente neutrale, riconoscendo nei corsi di borsa una piena valutazione della società".*

In conformità a tali elementi Rothschild Italia riteneva che l'operazione, una volta conclusa la cessione ENI, potesse essere efficacemente realizzata.

Il Comitato, a questo punto, ravvisava l'opportunità di predisporre tutta la documentazione propedeutica all'operazione, inclusi i necessari contatti con la società, per poi procedere, compatibilmente all'andamento dei mercati, alla dismissione della quota residua del Tesoro.

Riguardo alle modalità tecniche dell'operazione, da attuarsi tramite asta competitiva o *accelerated bookbuilding*, si riservava di procedere ad ulteriore discussione e approfondimento nella riunione successiva.

### **Verbale del 9.07.2002**

Il Comitato comunicava che erano in corso, da parte degli uffici del Ministero e delle principali Banche di investimento, approfondimenti in merito alla cessione della partecipazione Telecom Italia, tenuto conto della particolare situazione dei mercati finanziari.

### **Verbale del 3.02.2003**

Morgan Stanley presentava una relazione di sintesi sull'esito dell'offerta istituzionale accelerata (ABO) condotta nel giorno 9 dicembre 2002. L'operazione aveva portato alla dismissione totale delle partecipazioni del Tesoro nella società, sia in termini di azioni ordinarie che di risparmio, generando un introito di circa 1,4 miliardi di euro.

Secondo Morgan Stanley, nonostante la flessione dei mercati registrata il giorno dell'operazione, l'ABO di Telecom Italia aveva prodotto un effetto contenuto sul prezzo, soprattutto grazie alla riservatezza con cui è stata condotta l'operazione.

Il Presidente del Comitato commentava i dati presentati dai coordinatori e relativi alla distribuzione geografica della domanda, evidenziando la scarsa presenza di investitori italiani.

Morgan Stanley associava il fenomeno alla regolamentazione italiana che imponeva limiti alla partecipazione dei fondi di investimento.

Il Presidente raccomandava di tener conto, nelle operazioni future, del *trade off* fra l'obiettivo di minimizzare l'impatto sul corso del titolo e quello di attrarre la domanda di investitori italiani. A questo punto il Comitato valutava positivamente l'operazione Telecom Italia spa.

### **Verbale del 15.04.2003**

Nella riunione si trattavano le modalità di alienazione della quota residua del Ministero in Seat spa.

Il rappresentante del Dipartimento del Tesoro illustrava una bozza del DPCM relativa all'operazione e che prevedeva la possibilità di cessione sia attraverso offerta pubblica di vendita che mediante trattativa diretta.

Il Comitato approvava la bozza di DPCM.

## **ENEL**

### ***Verbale del 13.07.1993***

In tale riunione il Comitato approvava uno schema di lettera di invito da inviare ai consulenti da selezionare per il ruolo di *advisor* per l'operazione Enel proposto dal rappresentante della Direzione generale del Tesoro.

### ***Verbale del 19.07.1993***

In tale riunione il rappresentante della Direzione generale del Tesoro rendeva noto che erano state inviate le lettere di invito ai consulenti da selezionare per il ruolo di *advisor* per l'operazione ENEL. Il contenuto di tale lettera era già stato approvato dal Comitato nella riunione del 13 luglio 1993.

### ***Verbale del 27.07.1993***

Il Comitato esprimeva il parere sulle proposte di *short list* per la selezione degli *advisor* per ENEL sulla base delle risultanze delle risposte ricevute dagli intermediari interpellati. Su tali basi venivano individuati gli *advisor* Barclays de Zoete Wedd, Schroders, Kleinwort Benson, Rothschild, S.G. Warburg e Credit Suisse First Boston.

Veniva in proposito sottolineata come fosse importante, nel settore delle *public utilities*, l'esperienza non solo nel campo della valutazione ma anche in quelli legati alla ristrutturazione organizzativa e finanziaria. Requisiti, questi, posseduti ampiamente dai nominativi appena citati.

### ***Verbale del 29.07.1993***

Il Comitato avviava i colloqui con gli *advisor* indicati nella *short list* e rivolgeva loro una serie di quesiti atti a verificare le loro attitudini a svolgere l'incarico previsto.

A conclusione dei colloqui ed esaminata la documentazione prodotta dagli stessi, su proposta del presidente il Comitato decideva di sottoporre ad approvazione dei Ministri competenti l'affidamento dell'incarico di valutatore di ENEL alla società Kleinwort Benson e raccomandava l'avvio di una trattativa con l'*advisor* al fine di ottenere una riduzione dei compensi richiesti.

### **Verbale del 29.09.1993**

In tale riunione, un membro del Comitato commentava la nota ricevuta dal Ministro del tesoro sul primo rapporto del Comitato. In particolare, tra i vari punti, rilevava:

- la raccomandazione di procedere al collocamento dell'ENEL in un'unica soluzione;
- le preoccupazioni circa l'impiego di tecniche del tipo *open-price* con *book-building* che pur assicurando notevoli vantaggi, fossero del tutto inedite per il mercato italiano. Da ciò il suggerimento di verificare l'opinione dei collocatori prima di prendere una decisione definitiva al riguardo;
- la necessità di assicurare un efficace coordinamento istituzionale tra i vari soggetti attori nel processo di privatizzazione.

A tal riguardo, un membro del Comitato osservava che le cautele raccomandate dal Ministro in ordine all'impiego della tecnica *open-price* erano note al Comitato stesso e che ampie discussioni si erano svolte con gli intermediari i quali avevano riscontrato una valutazione positiva sulla praticabilità di dette tecniche di collocamento per alcune società da privatizzare.

### **Verbale del 15.11.1993**

Il Comitato ascoltava il consigliere di amministrazione dell'ENEL nominato dal Tesoro per esporre i risultati delle offerte ricevute dagli intermediari invitati a partecipare alla selezione dei coordinatori globali per il collocamento di ENEL. Erano stati invitati ventotto intermediari di cui venti esteri e otto italiani, evitando un'eccessiva concentrazione degli incarichi, per coloro che erano già destinatari di altri importanti incarichi nelle privatizzazioni. Il Comitato dopo aver preso atto della *short list*, approvava la proposta.

Successivamente veniva invitato l'*advisor* Kleunwort Benson ad esporre le principali indicazioni da seguire nella privatizzazione Enel:

- perfezionare, al più presto, un nuovo atto di concessione che includesse il riconoscimento della possibilità di una rivisitazione del regime monopolistico in cui operava l'ENEL e, conseguentemente, clausole di salvaguardia a vantaggio degli investitori nel caso in cui si verificasse tale circostanza;
- istituire una Autorità che presiedesse alla regolamentazione del controllo dei pubblici servizi, anche sotto il profilo della fissazione delle tariffe;
- creare un sistema di *price-cap* che consentisse all'ENEL di trasferire sull'utenza gli incrementi di costo dovuti a cause esterne.

Con riguardo agli aspetti finanziari, si richiamava l'attenzione sulle conseguenze per il *marketing* legato alla privatizzazione, del verificarsi di perdite nell'anno 1993. A tal fine, si indicavano alcune misure tra cui la riduzione di sussidi all'utenza domestica, la riassunzione da parte del Tesoro delle garanzie sulle obbligazioni emesse dall'ENEL e la sostituzione di alcune imposte che gravano sui redditi ENEL, indipendentemente dai profitti.

A questo punto, il presidente del Comitato proponeva di prospettare ai Ministri competenti l'ipotesi di costituire un gruppo di lavoro interministeriale con il compito di accelerare i lavori legati alla concessione e di seguire l'iter del disegno di legge sull'Autorità per i servizi pubblici.

#### **Verbale del 19.1.1994**

Il presidente del Comitato proponeva di verificare lo stato dei lavori relativi alla privatizzazione ENEL con riferimento, in particolare, ai tre documenti predisposti da Kleinwort Benson, consulente finanziario del Tesoro, aventi ad oggetto rispettivamente "Analisi di carattere finanziario dell'ENEL S.p.A.", "Liberalisation of generation", "Timetable". Inoltre, di procedere all'esame delle bozze di concessione e del provvedimento istitutivo della "Authority".

A seguito degli approfondimenti sull'insieme delle problematiche emerse dai documenti analizzati, il Comitato conveniva di formalizzare ai Ministri competenti il seguente parere:

*"In data 19 gennaio 1994 il Comitato di Consulenza Globale e Garanzia si è riunito con rappresentanti della Kleinworth Benson per discutere dei documenti predisposti dall'advisor del Ministero del Tesoro in merito agli adempimenti ritenuti necessari per un collocamento dell'ENEL S.p.A. sul mercato borsistico entro la fine del 1994.*

*Nel corso di tale riunione è apparso evidente come una serie di provvedimenti debbano essere adottati dal Governo con urgenza per non pregiudicare la tempistica prevista per il collocamento.*

*I provvedimenti richiesti sono di duplice natura, regolamentare e finanziaria, e sono mirati a perseguire i seguenti obiettivi:*

- a. rimuovere le incertezze del quadro regolamentare di riferimento;*
- b. ridurre l'elevato livello di indebitamento della Società;*
- c. assicurare una adeguata redditività alla Società stessa."*

Pertanto, a parere del Comitato, la mancata adozione degli stessi in tempi brevi avrebbe portato, con ogni probabilità, ad uno slittamento della tempistica dell'operazione di collocamento in borsa dell'ENEL s.p.a.

### **Verbale del 21.2.1994**

Il Comitato, in assenza del presidente, dava la parola al rappresentante del Tesoro, il quale ricordava che era stato distribuito ai membri del Comitato il testo più recente dello schema di concessione a beneficio dell'ENEL e due schemi di provvedimenti legislativi attinenti alla istituzione delle *Authorities* per i pubblici servizi (il primo elaborato dal Ministero della funzione pubblica, il secondo dal Ministero dell'industria).

Dopo ampia ed articolata discussione, il Comitato ribadiva quanto già affermato nella riunione del 19 gennaio 1994 e concordava sull'opportunità che i due atti (concessione e decreto legislativo per l'Authority) fossero varati contemporaneamente, in quando il mercato avrebbe giudicato il solo atto di concessione insufficiente a garantire un investimento in ENEL.

Dopo aver sentito il parere dei componenti, il Comitato deliberava, di rendere noto ai Ministri competenti, il seguente parere:

*"Il Comitato di Consulenza Globale e Garanzia ha esaminato, alla luce del programma di privatizzazione di ENEL S.p.A., il documento di concessione e le problematiche connesse all'istituzione di una Autorità per i Servizi Energetici. Il Comitato (richiamando i propri precedenti pareri del 16 novembre 1993 e del 9 febbraio 1994) osserva quanto segue:*

1. *Lo schema di concessione preparato dal Ministero dell'Industria risponde a criteri generali di trasparenza e certezza indispensabili per poter procedere all'offerta delle azioni ENEL a investitori singoli e istituzionali, italiani e stranieri. Il Comitato si è riservato peraltro di comunicare al Ministero dell'Industria commenti e suggerimenti su aspetti specifici del documento di concessione;*

2. *Sulla scorta delle esperienze di altri paesi e, in particolare, di quella inglese, il Comitato ritiene opportuno che al controllo del settore elettrico sia preposto un organismo con specifiche competenze tecniche e un adeguato organico, tali da garantire anche nei fatti il più alto grado di autonomia. Dal punto di vista organizzativo, l'istituzione di autorità con competenze settoriali appare essere la soluzione più appropriata;*

3. *Il Comitato, discutendo le problematiche attinenti al regime tariffario che presumibilmente dovrà essere compiutamente disciplinato nel decreto legislativo sull'Autorità per i Servizi Energetici, rileva la necessità che gli interventi sulla struttura tariffaria che l'autorità, quando opportuno, sarà tenuta ad effettuare non pregiudichino le redditività complessiva dell'impresa regolata e che la formulazione del meccanismo di "price cap" sia specificata nel modo più corretto e completo possibile;*

4. *il documento di concessione ed il decreto legislativo sull'Autorità per i Servizi Energetici sono strettamente connessi, e costituiscono il quadro normativo di base del settore elettrico. Per questo motivo, il Comitato ritiene necessario che i due documenti vengano emanati il più possibile contestualmente, in modo tale da presentare all'opinione pubblica e ai mercati finanziari una struttura regolamentare completa e coerente. L'emanazione della concessione in assenza di un decreto legislativo sull'Autorità potrebbe far sorgere interrogativi e malintesi sul regime regolamentare di ENEL S.p.A. a seguito della privatizzazione. Considerati i termini del calendario stabilito dal Governo per la privatizzazione di ENEL S.p.A., il Comitato ritiene necessario che entrambi i documenti vengano adottati dalle autorità competenti al più presto possibile;*

5. *Resta fermo che l'operazione di privatizzazione potrà essere avviata soltanto dopo che sarà stato determinato il livello iniziale delle tariffe elettriche, cui sarà riconnesso il meccanismo di "price cap" previsto dal decreto legislativo sull'Autorità per i Servizi Energetici."*

#### **Verbale del 21.12.1994**

Il Presidente del Comitato, sottolineava essenzialmente la sussistenza di tre difficoltà:

1) la previsione contenuta nell'art 1-bis della legge 474/1994 secondo la quale, prima delle dismissioni delle partecipazioni azionarie nelle società che operano nei settori di pubblica utilità, sarebbe stato necessario creare organismi indipendenti per la regolarizzazione delle tariffe e il controllo della qualità dei servizi (c.d. "Authorities");

2) l'esigenza di approvare, prima della privatizzazione, il rinnovo della concessione;

3) l'adozione della decisione in merito alla entità del pacchetto azionario da vendere.

Quanto all'ultimo dei punti richiamati, nel caso in cui fosse stata decisa la dismissione della maggioranza delle azioni, si sarebbe posto il problema di costituire un nucleo stabile di azionisti di riferimento prima dell'avvio della OPV.

In mancanza di una soluzione soddisfacente ai problemi indicati, si riteneva comunque di procedere a tutti gli adempimenti di carattere tecnico necessari in vista dell'operazione.

#### **Verbale del 27.3.1995**

Il presidente del Comitato, tra i vari punti all'ordine del giorno proponeva, per la privatizzazione ENEL, i seguenti argomenti:

- a) strumenti del collocamento;
- b) quota da collocare;
- c) struttura del sindacato;
- d) modifiche statuto ed inserimento poteri speciali;

e distribuiva un documento predisposto dal Tesoro nel quale si evidenziavano le problematiche connesse alle modifiche da apportare allo statuto sociale per il recepimento delle disposizioni di cui alla legge 474/94.

#### ***Verbale del 23.5.1995***

Il presidente del Comitato nel riassumere l'andamento dell'operazione ENEL, ricordava gli ostacoli che ancora si incontravano relativi all'approvazione del d.d.l. sulle Authorities, al rilascio concessione, all'emanazione del parere dell'Antitrust sullo schema di concessione.

Quindi, evidenziava come fosse difficile programmare un collocamento di larghissime dimensioni al di sopra del 50 % del capitale, anche ricorrendo a nuovi strumenti quali obbligazioni convertibili.

Occorreva, comunque, definire un quadro di riferimento degli strumenti che si intendevano utilizzare e dei criteri per la formazione del nucleo stabile.

#### ***Verbale del 9.9.1995***

Il rappresentante del Tesoro ricordava la necessità di procedere all'introduzione dei poteri speciali per il Tesoro nello statuto di ENEL; altresì informava che gli uffici della Direzione generale avevano predisposto una bozza dei decreti del Presidente del Consiglio e del Ministro del tesoro, previsti dalla normativa e per i quali il Comitato era chiamato ad esprimere un parere di merito.

Un componente del Comitato osservava che occorreva introdurre due emendamenti all'art. 2 della legge 474/94; il primo per estendere l'ambito di applicazione della stessa alle società operanti anche attraverso controllate ed il secondo per estendere il potere di veto al trasferimento dell'azienda o di sue porzioni rilevanti.

Il Comitato deliberava di raccomandare l'introduzione negli statuti di tutte le clausole necessarie riguardanti i poteri speciali previsti dalla legge e raccomandava al Tesoro la nomina di un solo amministratore e di un solo sindaco per società.



### ***Verbale del 10.02.1997***

Nella riunione il Comitato esaminava il documento elaborato dalla Commissione consultiva sulla liberalizzazione del mercato italiano dell'energia (istituita con decreto del Ministro dell'industria il 24 settembre 1996) nel quale si individuavano i metodi, le procedure, le priorità e le scelte di merito più idonee per promuovere la liberalizzazione del mercato dell'energia italiano al fine di garantire una progressiva concorrenza tra produttori a tutela sia degli utenti che dell'ambiente.

Nel corso della riunione ogni componente del Comitato esprimeva le proprie valutazioni mostrando anche delle perplessità di differente tenore su diversi aspetti trattati nel documento citato.

Al riguardo non è stato possibile prendere visione di tale documento perché non reperibile presso il MEF durante l'istruttoria.

### ***Verbale del 10.11.1998***

Durante l'incontro si dava la parola all'esponente della Direzione generale del Tesoro, il quale, in sintesi, illustrava il contenuto dello schema di decreto legislativo predisposto dal Ministero dell'industria sul riordino del mercato dell'energia elettrica.

### ***Verbale del 18.11.1998***

Nel corso di tale assemblea il Presidente invitava il Comitato a formulare pareri in ordine allo schema del decreto legislativo in materia di riordino del mercato dell'energia elettrica già approvato dal Consiglio dei Ministri e passato all'esame del Parlamento.

Tale contributo sarebbe stato utile per una più funzionale ed efficiente privatizzazione del settore.

Vista la complessità dell'argomento, alcuni componenti del Comitato si riservavano di esibire nella successiva riunione un documento di analisi.

### ***Verbale del 02.12.1998***

Dall'analisi dei documenti redatti da alcuni componenti su possibili suggerimenti e commenti sulla riforma, il Comitato esprimeva delle critiche sullo schema di decreto legislativo proposto soprattutto in relazione alla separazione delle proprietà, alla gestione della rete e all'attribuzione ad un ente pubblico della gestione del sistema di trasmissione.

A tal fine, venivano acquisiti anche i pareri dell'*advisor* e del *global coordinator* del Tesoro per conoscere gli aspetti (qualitativi e quantitativi) della

privatizzazione medesima nelle tre diverse ipotesi: quella attuale, quella secondo lo schema del Ministero dell'Industria e quella proposta dal Comitato stesso.

Sull'argomento il Comitato, al fine di garantire la trasparenza nel processo di privatizzazione nonché la massimizzazione degli introiti, predisponendo un parere ufficiale contenente i rilievi al testo del decreto nonché proposte alternative.

In ogni modo non è stato possibile per questa Corte, reperire il documento contenente i commenti dell'*advisor* e del *global coordinator* del Tesoro sulle tre ipotesi di privatizzazioni.

#### **Verbale del 17.12.1998**

La riunione iniziava con l'illustrazione, da parte del rappresentante della Direzione generale del Tesoro, del contenuto dei pareri espressi dall'*advisor* e dal *global coordinator* del Tesoro, dai quali emergeva che lo schema di privatizzazione di ENEL, delineata dalla bozza del decreto legislativo, non assicurando la migliore valorizzazione dell'attività di trasmissione della società stessa avrebbe reso impossibile il massimo profitto per lo Stato.

Pertanto il Comitato sottolineava l'importanza, relativamente al settore della generazione, che la cessione dei 15.000 MW avvenisse mediante la costituzione di nuove società per azioni.

Nonostante risulti che vi siano stati diversi confronti sui documenti allegati e, probabilmente esibiti durante la riunione, questa Corte non è stata in grado di reperire i pareri espressi dall'*advisor* e del *global coordinator* del Tesoro, in merito al riassetto del settore elettrico.

#### **Verbale del 15.02.1999**

Il rappresentante della Direzione generale del Tesoro faceva presente che, per quanto concerneva la produzione di energia elettrica, il testo del provvedimento legislativo in corso di approvazione consentiva di effettuare la cessione di 15.000 MW di potenza da parte di ENEL attraverso la scissione di una o più società per azioni mentre riguardo alla trasmissione di energia elettrica si sottolineava che la proprietà della rete dovesse rimanere in capo ad ENEL.

Il presidente del Comitato, quindi, comunicava che i proventi derivanti dalla cessione dei 15.000 MW, ai sensi della L. 474/94 e del T.U. per le privatizzazioni, dovessero affluire interamente al Tesoro nonostante rimanesse ancora aperta la questione relativa all'esercizio dei diritti dell'azionista della società che avrebbe gestito la rete.

Inoltre un membro del comitato sottolineava la necessità che il Tesoro si dotasse, attraverso un apposito *advisor*, di specifiche competenze tecniche.

### **Verbale del 07.09.1999**

L'esponente dell'Amministrazione illustrava al Comitato l'intenzione del Tesoro di cedere ad ENEL le tre società che gestivano gli acquedotti per un valore non inferiore a 3.100 miliardi.

Inoltre, in vista della privatizzazione, il medesimo ravvisava l'opportunità di modificare lo statuto ENEL nella parte relativa all'introduzione di un limite al possesso azionario ed alla previsione di poteri speciali da correlare a tale limite.

Nel dibattito alcuni componenti evidenziavano dubbi in ordine al fatto che la privatizzazione di ENEL avrebbe comportato anche la cessione della concessione allo sfruttamento delle acque e se ciò fosse stato possibile in assenza di gara pubblica. A tal proposito, un componente sottolineava che il Comitato non era stato chiamato a pronunciarsi sulle scelte da adottare bensì era stato coinvolto sul rilascio di un parere allo schema di decreto legislativo e sulle modifiche statutarie.

Il Comitato, dopo ampia e approfondita discussione sulle problematiche inerenti all'inserimento di un limite al possesso azionario o alla previsione di una possibile clausola di gradimento, prendeva atto di quanto emerso e deliberava:

1. di inserire il limite del 3% al possesso azionario al fine di limitare la possibilità che la società potesse diventare di proprietà di grosse aziende pubbliche straniere;
2. che i poteri speciali venissero previsti sia nella *holding* che nelle società di produzione, distribuzione e trasmissione;
3. che detti poteri dovessero essere mantenuti per il tempo e la misura necessari a garantire un sano sviluppo della liberalizzazione del mercato dell'energia, con possibilità di revisione dopo cinque anni dal loro inserimento nello statuto.

Inoltre, il Comitato deliberava che la nomina del rappresentante del Tesoro in seno al Consiglio di amministrazione di ENEL fosse prevista dal D.P.C.M., in corso di emanazione, necessario per attribuire i poteri speciali al Ministero del tesoro in relazione alla dismissione delle partecipazioni detenute in ENEL.

### **Verbale del 11.10.1999**

Il Presidente del Comitato illustrava le decisioni del Governo sulla dimensione dell'offerta di azioni ENEL e sulla "forchetta" di prezzo specificando

che quest'ultima era riferita solo per il *book-building*, in quanto nelle I.P.O. non esisteva un prezzo di mercato di riferimento. Relativamente alla modalità di determinazione della "forchetta di prezzo" ai fini del *book-building*, questa era stata suggerita dai *global coordinators* e, secondo quanto precisa lo stesso presidente, era da considerarsi meramente indicativa e non vincolante per la determinazione del prezzo di vendita.

Il documento illustrativo delle modalità di determinazione di tale forchetta di prezzo non è stato rinvenuto per l'acquisizione.

#### **Verbale del 21.10.1999**

Il Comitato prendeva in esame la fissazione del prezzo massimo dell'O.P.V.

Dopo la disamina dell'esponente del Tesoro sulla misura della forchetta di prezzo compresa tra 4 e 4,3 euro per azione, un membro del Comitato prospettava, al fine di massimizzare il ricavo dall'operazione, l'opportunità di fissare il prezzo massimo oltre i 4,3 euro per azione.

Al riguardo il presidente del Comitato evidenziava che tale importo era stato fissato tenendo conto del prezzo minimo delle altre migliori società del settore, considerata anche la peculiarità del mercato italiano.

Alla luce di ciò, il Comitato dibatteva sulla opportunità di fissare un prezzo massimo superiore a euro 4,3, ampliando l'importo dell'offerta di azioni.

#### **Verbale del 05.04.2000**

Il Comitato prendeva in esame la comunicazione del Ministro del tesoro all'ENEL sulle modalità di cessione delle partecipazioni nelle tre GENCO (Eurogen spa, Elettrogen spa e Interpower spa), delineando il proprio ruolo in conformità della direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 15.10.1993 e lo stesso argomento veniva rinviato alla riunione successiva.

#### **Verbale del 11.04.2000**

Il Comitato dopo aver approfondito l'esame della direttiva di cui al verbale precedente, che disciplinava il ruolo del medesimo nelle modalità di alienazione delle partecipazioni detenute dall'ENEL nelle tre GENCO, ovvero di garante della congruità e della trasparenza delle procedure seguite, affermava che le modalità di vendita delle predette erano state regolarmente presentate alle Autorità competenti.

Inoltre, veniva esaminato l'argomento della *golden share* che però veniva rinviato all'esito della sentenza della Corte di giustizia, al cui contenuto il Tesoro si sarebbe dovuto uniformare.

#### **Verbale del 29.11.2000**

Il Comitato, in ordine alla intenzione di procedere alla cessione di una quota pari al 20% della partecipazione in ENEL, prendeva atto del documento predisposto dal Consiglio degli esperti del Ministero del tesoro contenente considerazioni su un'ipotesi di offerta *retail* paneuropea.

Dopo ampia discussione si raccomandava ai *global coordinators* di approfondire la fattibilità dell'operazione mediante informazioni aggiuntive sul costo dell'operazione e sull'incidenza delle spese di pubblicità. A questo punto veniva esaminato l'elenco dei soggetti che avevano manifestato interesse alla cessione della partecipazione di ENEL in Elettrogen spa (27 soggetti).

Il Comitato raccomandava che il contratto di cessione di Elettrogen spa doveva contenere le clausole atte a disciplinare tutti gli impegni da assumersi dalla futura parte acquirente.

#### **Verbale del 12.12.2000**

Il Comitato dopo aver esaminato il documento redatto dallo *Steering Committee* di ENEL, contenente la procedura di vendita di Elettrogen, ed averne fatto proprie alcune criticità esposte da un membro del comitato, raccomandava di effettuare alcuni approfondimenti con l'ENEL per la valutazione dei singoli impianti e per l'individuazione di criteri oggettivi per la selezione dei partecipanti e l'esclusione dell'acquirente finale di Elettrogen da altre gare.

#### **Verbale del 13.12.2000**

Il Comitato analizzava le modifiche apportate dall'ENEL alla lettera di procedura per la cessione di Elettrogen sulla scorta delle criticità emerse dalla riunione precedente.

Al riguardo, dopo un'attenta analisi, lo stesso sollecitava e faceva proprie le raccomandazioni illustrate dal rappresentante del Tesoro.

#### **Verbale del 02.02.2001**

Il Comitato prendeva atto che al momento non sussistevano le condizioni per procedere alla vendita di una seconda *tranche* di azioni ENEL.

Per tale assunto, nella fase istruttoria, non è stato rinvenuto alcun elemento di approfondimento.

### **Verbale del 01.03.2001**

Il Comitato, in riferimento alla vendita Elettrogen, concordava con la proposta ENEL di ammettere alla fase successiva del processo i primi nove potenziali acquirenti, escludendo gli ultimi tre, secondo il criterio del prezzo offerto.

Durante la riunione si sottolineava inoltre l'esigenza di sottoporre preventivamente i contenuti dello schema di contratto ai soggetti selezionati per avviare la seconda fase della procedura nella quale, previa accettazione dei termini contrattuali, veniva presentata l'offerta definitiva vincolante.

### **Verbale del 27.05.2002**

Il Comitato, nella nuova composizione assunta nel frattempo prendeva atto, tra l'altro, della vendita della quota residua di ENEL da collocare sul mercato.

### **Verbale del 09.07.2002**

L'amministratore delegato dell'ENEL illustrava un documento, allegato agli atti, sul posizionamento della società e la sua struttura conseguente ai processi di ristrutturazione e riorganizzazione in corso e, dopo la discussione e i chiarimenti forniti al Comitato, informava che era in corso di predisposizione un nuovo piano strategico dell'azienda.

### **Verbale del 03.08.2004**

Il Comitato prendeva in esame l'ulteriore collocamento (2°) di azioni ENEL (20% del capitale) per il quale l'*advisor* (Lazard) si era espresso favorevolmente per positivi fattori congiunturali previsti per il IV trimestre del 2004 e comunque prima dello stacco del dividendo straordinario da parte ENEL a seguito dell'I.P.O di Terna.

Il Comitato concordava con entrambe le raccomandazioni suesposte e:

1) confermava l'incarico di *global coordinator* a Merrill Lynch e Mediobanca purché venissero accettate le commissioni complessive (che dovevano essere non superiori a quelle praticate nell'I.P.O. ENEL del 1999);

2) raccomandava (vista la dimensione dell'offerta) che si selezionassero uno o più istituzioni con il ruolo di *Joint-Bookrunner* (Consorti di collocamento) per affiancare i *global coordinator*;

3) approvava la percentuale della commissione spettante ai consorti di collocamento in misura non superiore all'1,70% riservandosi la possibilità di

esprimere, ad esito della selezione del relativo consorzio, uno specifico parere circa il numero di istituzioni da individuare per il ruolo di *Joint-Bookrunner*.

Relativamente alla relazione di sintesi sul tema illustrata dall'*advisor* Lazard e richiamata nel verbale, non è stato possibile reperire il relativo documento.

#### **Verbale del 09.09.2004**

In tale riunione, il Comitato prendeva atto che le raccomandazioni espresse nella precedente riunione erano state tutte osservate e fatte proprie dagli attori dell'operazione.

Successivamente veniva esaminata la struttura degli incentivi da prevedere a favore degli investitori *retail*.

A seguito dei chiarimenti ed osservazioni espresse dai vari membri, il Comitato approvava la struttura di incentivi basata su assegnazioni di *bonus share* sia al pubblico indistinto che a dipendenti e azionisti "fedeli", nell'ambito di un *range* compreso tra il 5% ed il 10%.

In merito all'opportunità di realizzare un'offerta pubblica senza quotazione in Giappone (P.O.W.L. *public offer without listing*), sentite le varie osservazioni e i possibili vantaggi, il Comitato esprimeva parere favorevole all'eventuale collocamento di azioni ENEL attraverso una POWL nel mercato giapponese.

Da ultimo, il Comitato prendeva atto della tempistica dell'offerta globale così dettagliata:

- ottenimento del nulla osta dalla Consob per la pubblicazione del prospetto informativo entro il 30 settembre 2004;
- l'offerta istituzionale doveva essere avviata il 4 ottobre e doveva concludersi il 22 ottobre 2004;
- l'avvio dell' O.P.V. doveva avvenire il 18 ottobre e concludersi il 22 ottobre 2004;
- il *pricing* dell'offerta doveva essere effettuato il 22 ottobre 2004;
- il *closing* dell'operazione si doveva completare il 27 ottobre 2004.

#### **Verbale del 08.10.2004**

Il Comitato, acquisito il giudizio dell'*advisor* e dei *global coordinators* sulla dimensione dell'Offerta globale di azioni da collocare, esprimeva parere favorevole al collocamento sino ad un massimo di 1.000.000.000 (un miliardo) di azioni ordinarie, oltre ad una quota di 150.000.000 azioni da destinare alla *green shoe*, per una cessione totale di circa il 20% del capitale ENEL.

Inoltre, sulla scorta dei suggerimenti dei *global coordinators*, il Comitato approvava:

- a) la quota minima di O.P.V. da destinare al pubblico pari al 20% dell'offerta globale (200 milioni di azioni ENEL);
- b) la fissazione del lotto minimo in 600 azioni e del lotto minimo maggiorato in 6.000 azioni (pari a 10 lotti minimi). Tale ultimo strumento poteva risultare efficace al fine di stimolare la domanda da parte di soggetti ad alto reddito, interessati unicamente ad assegnazioni significative.

Su indicazione del *global coordinator* (Mediobanca) il Comitato approvava la fissazione di quote massime da destinare agli azionisti ENEL, pari al 50% dell'O.P.V., riservando agli acquirenti del lotto minimo maggiorato una quota pari al 20% della parte di O.P.V. effettivamente allocata al pubblico indistinto. Tali percentuali rispecchiavano il *trend* di allocazione già realizzato nell' I.P.O. di TERNA.

In relazione alla quota di azioni da riservare ai dipendenti, il Comitato suggeriva di fissare un numero massimo di tre lotti minimi (600 azioni x3).

#### **Verbale del 15.10.2004**

In relazione al prezzo massimo dell'O.P.V., il Comitato, dopo aver ascoltato il giudizio dell'*advisor* e dei *global coordinators*, suggeriva di fissare il prezzo massimo in euro 6,64 per azione.

In sostanza il prezzo massimo veniva fissato come il valore minimo tra il prezzo ufficiale medio dell'ultima settimana ed il prezzo ufficiale dell'ultimo giorno.

Successivamente i valori venivano ponderati con i volumi di azioni trattati nei rispettivi periodi.

#### **Verbale del 22.10.2004**

Il Comitato, sulla base delle relazioni dell'*advisor*/valutatore e dei *global coordinators*, accoglieva positivamente le considerazioni espresse e suggeriva di fissare in euro 6,64 il prezzo per l'Offerta Istituzionale e conseguentemente, anche il prezzo per l'O.P.V. Tale valore risultava attestato al minore tra il prezzo massimo, a suo tempo fissato, ed il prezzo definito per l'offerta istituzionale.

Inoltre, valutava positivamente le considerazioni formulate dai rappresentanti delle istituzioni guida dei consorzi di collocamento, concordando sulla proposta degli stessi relativamente all'allocazione dell'Offerta Globale tra



O.P.V. e Offerta Istituzionale ed alla ripartizione delle azioni allocate all'O.P.V. tra le diverse *tranches* riservate, come segue:

- fissare in 1 miliardo di azioni l'ammontare definitivo dell'Offerta Globale riservando all' O.P.V. circa 460 milioni di azioni dell'Offerta Globale (70% rispetto alle domanda retail complessiva) e all'Offerta Istituzionale circa 540 milioni di azioni la restante parte dell'Offerta Globale;

- destinare all'eventuale esercizio dell'opzione *green shoe*, in coerenza a quanto indicato nella documentazione di offerta, il 15% dell'ammontare finale dell'Offerta Globale (150 milioni di azioni).

Pertanto, la conseguente allocazione delle azioni destinate all'O.P.V. risultava di fatto sostanzialmente "meccanica"; in tal senso la proposta avanzata dalle Banche si sostanziava nelle seguenti ipotesi:

**1)** soddisfare integralmente la richiesta dei dipendenti (circa 20.000.000 di azioni, a fronte di soli n. 33.000 lotti minimi richiesti). Nel complesso la quota già prevista e riservata agli stessi ammontava a circa 183.000 lotti minimi; assegnare 1 lotto minimo a tutti i n. 388.000 azionisti richiedenti e, quindi, un totale di circa 230.000.000 di azioni;

**2)** destinare i residui 210.000.000 di azioni al soddisfacimento delle richieste pervenute dal pubblico indistinto, sia per lotti minimi (allocazione per circa 170 milioni di azioni, pari all'80% di tale quota) che per lotti minimi maggiorati (circa 40 milioni di azioni).

### **Verbale del 05.04.2005**

Il Comitato si pronunciava sulla nuova offerta globale di azioni ENEL e cioè sull' individuazione delle istituzioni guida del Consorzio e sulla dimensione e sulla tempistica dell'offerta.

Dopo ampio approfondimento, il Comitato deliberava di affidare l'incarico di *advisor* ai consulenti che avevano assistito il Ministero nella precedente operazione di collocamento, ovvero Lazard quale *advisor*, Mediobanca e Merrill Lynch quale *global coordinator*, affiancati da Goldman Sachs e Morgan Stanley in qualità di *joint bookrunner*, dando mandato al Dipartimento del Tesoro di trattare al meglio le commissioni di incarico.

Il Comitato invitava, altresì, le strutture del Dipartimento del Tesoro a fornire periodica informativa sullo sviluppo dell'operazione.

Il Comitato valutava positivamente le considerazioni dei *global coordinators* e deliberava di completare l'operazione di collocamento — che riguardava circa il 10% del capitale di ENEL — prima dell'estate, compatibilmente con le condizioni dei mercati finanziari.

Successivamente, il comitato prendeva in esame due importanti operazioni aventi ad oggetto la dismissione di partecipazioni, da parte di ENEL, alla Cassa depositi e prestiti di azioni Terna e di una quota azionaria di controllo di Wind.

Su entrambe le dismissioni, il rappresentante del Tesoro ha relazionato ampiamente al Comitato sulle modalità di esecuzione delle operazioni con particolare attenzione ai contenuti dei contratti di cessione e loro termini.

Nel dettaglio dell'operazione Wind, il medesimo informava il Comitato che ENEL aveva ricevuto due manifestazioni di interesse, che preventivamente analizzate erano state poi inoltrate al Consiglio di Amministrazione nella seduta del 30 marzo.

La prima era pervenuta da un consorzio costituito da 5 istituzioni finanziarie (fondi di *Private Equity*) guidato dal fondo americano Blackstone che presentava un'offerta per il 62,75% del capitale di Wind, cui si aggiungeva un'opzione *call* sul 7,25% del capitale a favore del consorzio esercitabile tra gennaio 2006 e giugno 2007.

La seconda era pervenuta da un consorzio guidato dall'imprenditore egiziano Naguib Sawiris, a cui partecipano altri due fondi; l'offerta riguardava il 62.75% del capitale di Wind e prevedeva una *put* a favore di ENEL e una *call* a favore del consorzio sul rimanente 37.25% del capitale, esercitabili tra gennaio e giugno 2006.

I due consorzi avevano, altresì, sottoposto la loro strategia di sviluppo della società che, per quanto riguarda il consorzio Blackstone, era focalizzata sullo sviluppo del fisso, del mobile e di internet con l'obiettivo di migliorare la redditività della società, facendo leva sulla convergenza dei servizi e sulle competenze distintive della società.

Il consorzio guidato dall'imprenditore Sawiris, invece aveva maggiormente evidenziato la rilevanza industriale dell'operazione, individuando le sinergie con Orascom nel mobile e lo sviluppo del fisso e di internet (Orascom è una società di telecomunicazioni mobili, quotata al Cairo e a Londra, operante nei paesi del bacino del mediterraneo e in medio oriente, di cui Sawiris è l'azionista di maggioranza assoluta).

ENEL, intanto, approfondiva con le controparti le offerte ricevute con l'obiettivo di ottenere offerte ferme e vincolanti entro la metà di aprile.

A conclusione della sua esposizione, il rappresentante del Tesoro ribadiva che il Ministero esercitava unicamente i diritti di azionista in base al regime ordinario, non potendo svolgere alcuna attività di direzione e coordinamento né interferire nella gestione dell'attività della società, rimessa al *management*.

Era comunque convincimento del Ministero che ENEL stesse perseguendo la massimizzazione dei profitti nella operazione di cessione di Wind.

Dopo una breve discussione al riguardo, il Comitato prendeva atto dello stato delle trattative in merito alla cessione di Wind e raccomandava che la procedura volta alla dismissione della partecipazione fosse condotta da ENEL in modo da assicurare comparabilità e contemporaneità delle offerte ed una loro formulazione sulla base di criteri omogenei.

#### **Verbale del 09.05.2005**

Il Comitato, preliminarmente, prendeva atto delle attività realizzate nell'ambito della fase propedeutica dell'offerta di azioni ENEL ed esprimeva parere favorevole in merito ai compensi definiti con i *global coordinators* ed *advisor*, nonché in merito all'opportunità di prevedere una struttura semplificata del consorzio di collocamento con la partecipazione di sole sei banche quali Global Manager (le cinque banche già presenti in ENEL3 — IMI, UBS, Deutsche Bank, Cazenove e Lazard/Caboto — oltre ad un'istituzione giapponese da individuare) che avrebbero dovuto affiancare nell'operazione di collocamento i due *global coordinators* (Mediobanca e Merrill Lynch) oltre i due *Joint Bookrunner* (Morgan Stanley e Goldman Sachs).

#### **Verbale del 06.06.2005**

Nell'ambito della nuova offerta globale di ENEL, il Comitato prendeva atto del sondaggio effettuato dalle Banche del Gruppo di Direzione e della proposta formulata da Mediobanca. Si ravvisava l'opportunità che nella nuova Offerta Pubblica, alla quale sarebbero state destinate non meno del 20% delle azioni oggetto dell'Offerta Globale, si procedesse nel seguente modo:

- prevedere tranches riservate per i dipendenti ENEL (almeno 1 lotto minimo per ciascun dipendente) e per gli Azionisti ENEL alla data di presentazione del prospetto (massimo il 50% del quantitativo destinato all'O.P.V.);
- fissare in 500 azioni il numero dei titoli costituente il c.d. "lotto minimo";
- prevedere l'adozione del c.d. Lotto Minimo Maggiorato (corrispondente a 10 lotti minimi) nella misura massima del 20% della quota riservata agli Azionisti e di quella rivolta al pubblico indistinto.

Il Comitato, analogamente alle precedenti operazioni di privatizzazione, raccomandava l'adozione della *bonus share* come segue:

- n. 5 azioni gratis ogni 100 assegnate e conservate per 12 mesi ininterrottamente dalla data di pagamento per il "pubblico indistinto", i dipendenti e gli azionisti che non avessero i requisiti di cui al punto successivo;

- n. 7 azioni gratis ogni 100 assegnate e conservate per 12 mesi ininterrottamente dalla data di pagamento, per gli azionisti ENEL (analoga maggiorazione veniva prevista per i dipendenti ENEL) che rispondevano a tutti e tre i seguenti requisiti:

- 1) fossero già risultati assegnatari di azioni gratuite derivanti dall'O.P.V. "ENEL 1" del 1999;
- 2) alla data di presentazione del prospetto in Consob (19 maggio 2005) avessero in deposito presso il proprio conto titoli, un quantitativo minimo di 250 azioni della società e che da detta data, fino al giorno di adesione all'O.P.V., non avessero ridotto tale quantitativo minimo;
- 3) non fossero risultati assegnatari nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Vendita "ENEL3".

Infine, il Comitato ravvisava l'opportunità che ai *Joint Lead Manager* dell'Offerta Istituzionale (Goldman Sachs, Mediobanca, Merrill Lynch e Morgan Stanley) venisse concessa, come di consueto, un'opzione di sovrallocazione (c.d. opzione *green shoe*) fino ad un massimo del 15% delle azioni oggetto dell'Offerta Globale.

#### **Verbale del 24.06.2005**

In tale riunione veniva determinato il prezzo massimo dell'Offerta Pubblica.

Il Comitato, prendeva atto della proposta formulata dai *global coordinators* e del parere espresso al riguardo dall'*advisor* (Lazard) e ravvisava l'opportunità di fissare in 7,07 euro il prezzo massimo applicabile alle azioni ENEL Spa, oggetto di O.P.V. in Italia.

Tale prezzo massimo doveva essere coincidente con quello di riferimento (stesso giorno) del titolo ENEL ed in linea con la media ponderata dei prezzi ufficiali (al netto del dividendo) delle ultime tre settimane.

#### **Verbale del 01.07.2005**

Il Comitato, proponeva al Ministero del tesoro di fissare in euro 7,18 il prezzo per l'Offerta Istituzionale, e in euro 7,07 il prezzo per l'O.P.V. pari al prezzo massimo già fissato nella precedente riunione.

II Comitato, inoltre, suggeriva prospettava di determinare in 250 mln. il numero di azioni da destinare al soddisfacimento delle richieste di sottoscrizione formulate in sede di O.P.V., secondo la proposta suggerita dalle Banche, e di riservare i residui 325 mln. di azioni (di cui 75 milioni ex *green shoe*) all'allocazione agli investitori istituzionali, dei quali 20 mln. in relazione alla *Public Offering Without Listing (POWL)* per il Giappone.

## **AUTOSTRADE**

### ***Verbale del 10.2.1997***

Il Comitato approvava la procedura proposta dall'IRI per la selezione del *global coordinator* della società Autostrade.

### ***Verbale del 20.3.1997***

Veniva distribuito ai membri del Comitato un documento del presidente dell'IRI con il quale si dava conto della procedura seguita dalla società al fine dell'individuazione della *short list* delle banche da invitare ad un colloquio per l'approfondimento delle offerte a suo tempo presentate.

La discussione si era concentrata sull'esclusione dell'offerta congiunta presentata da ABN Amro/Rothschild che era stata oggetto di approfondimento in una nota dell'Ufficio legale dell'Iri datata 4 marzo 1997.

Dalla documentazione esaminata l'orientamento accolto dall'IRI non era apparso condivisibile.

In particolare veniva preso in considerazione un parere dello Studio Grimaldi che risultava contraddittorio: mentre da un lato, infatti, si riconosceva nella *joint venture* in esame lo schema del raggruppamento come struttura a base contrattuale, con forme di aggregazione stabile (confermata anche dall'accreditamento come entità unica presso le autorità regolamentari inglesi e olandesi) e si riteneva che il requisito imposto dall'IRI, quello dell'unicità dell'offerta, era volto ad evitare risposte da parte di aggregazioni solo occasionali, dall'altro si faceva riferimento ad eventuali ipotesi di responsabilità dell'IRI derivanti dalla violazione degli obblighi di buona fede incombenti alle parti nel corso delle vicende pre-contrattuali.

Il parere concludeva affermando che "*tale responsabilità (che sarebbe potuta essere fatta valere da qualunque destinatario della sollecitazione a presentare le offerte di partecipazione) si concreterebbe in un obbligo di risarcimento dei danni, eventualmente sofferti dalle parti attrici, nei limiti in cui tali danni fossero provati e quantificati*". Non era chiaro a quali parti si fosse fatto riferimento.

L'interpretazione adottata dall'IRI era quella che "*qualora si ritenesse ammissibile l'offerta congiunta ABN Amro/Rothschild, l'Iri potrebbe trovarsi nella posizione di dover dar conto agli altri soggetti partecipanti alla selezione che lamentino il mancato rispetto della par condicio per inosservanza del requisito*

*dell'unicità dell'offerta, ovvero del requisito della provenienza da un unico soggetto dell'offerta stessa".*

Il Comitato, dopo aver esaminato la documentazione disponibile, riteneva che le motivazioni che avevano portato all'inammissibilità dell'offerta presentata dalla *joint venture* ABN Amro/Rothschild andavano riconsiderate.

Conseguentemente, si raccomandava all'IRI di procedere alla valutazione dell'offerta in questione ed al successivo invio al Tesoro della nuova classifica generale.

Un membro del Comitato esponeva un documento predisposto dagli *advisor* dell'IRI e del Tesoro, Schroders e IMI, riguardo alle modalità di conversione delle azioni privilegiate di Autostrade S.p.a. prima della privatizzazione.

Durante la riunione si poneva l'accento sulla necessità di evitare che, attraverso il rastrellamento di azioni privilegiate in vista della conversione, si precostituissero posizioni rilevanti nell'ambito dell'azionariato della società.

Si chiedeva se non fosse più opportuno effettuare un'offerta pubblica simultanea delle azioni ordinarie e privilegiate. Inoltre si riteneva che, nel caso in cui si fosse proceduto alla conversione con conguaglio fisso, i possessori di pacchetti rilevanti di azioni privilegiate avrebbero dovuto comunque essere tenuti al pagamento di un premio.

Il presidente del Comitato osservava che, in ogni caso, l'IRI non dovesse subire una perdita per effetto della conversione.

A proposito dei documenti citati nel verbale, in sede istruttoria non è stato fornito il parere dello studio legale Grimaldi.

### ***Verbale del 5.6.1997***

Veniva illustrato lo stato della privatizzazione della società Autostrade con richiamo alla scissione da Fintecna che aveva consentito all'IRI di acquisire la partecipazione detenuta da detta società in Autostrade.

L'attività di *due diligence*, al fine della predisposizione del prospetto, era in corso di svolgimento. Per quanto riguardava i rapporti con il Ministero dei Lavori Pubblici, veniva osservato che era stata presentata da Autostrade una prima ipotesi di piano finanziario i cui obiettivi essenziali erano la garanzia del livello adeguato di servizi e l'attuazione del programma di investimenti prevista dal Governo (soprattutto con riferimento alla cosiddetta "variante di valico").

Il piano presupponeva una proroga fino al 2028 della concessione ed un incremento tariffario annuale dell' 1,5 per cento per tutto il periodo interessato dall'attività di costruzione.

Il Ministero dei Lavori Pubblici aveva chiesto alla società di predisporre altri scenari presupponendo la proroga fino al 2018 o al 2038, sia con investimenti a carattere straordinario che senza.

L'IRI aveva inoltre richiesto al Tesoro di esprimere le proprie opzioni riguardo all'introduzione del limite al possesso azionario e del voto di lista.

Per quanto riguardava l'azionariato stabile era stato avviato dai consulenti IMI e Schroders un sondaggio preliminare i cui esiti venivano riferiti nel corso della riunione.

La tempistica dell'operazione veniva ritenuta attuabile in due fasi fondamentali:

1) la definizione degli elementi a monte del "tempo zero" (essenzialmente quadro concessorio);

2) i tempi dell'O.P.V. e dell'azionariato stabile (sedici settimane a decorrere dal "tempo zero" cui sarebbe occorso aggiungerne altre otto nel caso in cui si fosse inteso costituire un patto di sindacato).

Inoltre, posto che la scelta fra nucleo stabile ed azionariato stabile doveva essere compiuta in funzione dei due obiettivi prioritari indicati dal Governo, venivano illustrate le raccomandazioni attinenti all'azionariato stabile contenute in un documento così riassunte:

a) massimizzazione dei proventi

b) celerità della privatizzazione - anche alla luce dei riscontri desumibili dal sondaggio compiuto.

Sotto il profilo della massimizzazione dei proventi, le due forme potevano recare a risultati comparabili soltanto qualora si fosse potuto fare affidamento sulla competizione fra cordate concorrenti per l'acquisizione del controllo di fatto della società.

In tal caso si poteva infatti presumere che il maggior prezzo che di norma i componenti del nucleo dovevano riconoscere, rispetto a quello che i componenti l'azionariato stabile sarebbero stati disposti a corrispondere, avrebbe compensato il minor valore che si associava alla quota residua ("il flottante") delle azioni da cedere per effetto della minor contendibilità - nel primo caso - del controllo della società.

Pur prescindendo dal *vulnus* che sarebbe stato arrecato all'ipotetica formazione del nucleo stabile dalla previsione di un tetto statutario - che avrebbe rappresentato una sostanziale incongruenza rispetto alla forma tipica del nucleo - veniva osservato in quella circostanza come il sondaggio compiuto non avesse fatto emergere una pluralità di competitori.



L'esito del sondaggio era che la probabilità che emergesse un'unica cordata era piuttosto alta.

Per questa ragione gli *advisor* proponevano di non abbandonare la linea dell'azionariato stabile "non pattizio".

Durante la riunione si faceva presente la necessità che il Governo adottasse la delibera che, a seguito dei pareri delle Commissioni parlamentari, determinasse, in maniera definitiva, criteri e modalità della dismissione.

Veniva quindi affrontato il problema della conversione delle azioni privilegiate.

Un membro del Comitato domandava se l'assenza di condizioni precise del quadro concessorio avesse reso difficoltosa la valutazione della società e quindi delle azioni da convertire, ma la risposta era stata quella che al momento dell'O.P.V. il quadro sarebbe stato ben determinato.

Altro membro riteneva necessario che fosse data conferma formale da parte degli *advisor* che la conversione non avrebbe determinato la possibilità della costituzione, in via surrettizia, di un nucleo stabile attraverso un rastrellamento preventivo delle azioni privilegiate da parte degli investitori intenzionati a partecipare al nucleo.

Un consulente, pur precisando che il parere al riguardo non poteva essere espresso che sulla base di una stima, affermava di non ritenere che esistesse un rischio reale in tal senso.

### ***Verbale del 2.7.1997***

Il Comitato prendeva in considerazione la lettera del Presidente dell' IRI al Ministro del Tesoro del 2 luglio 1997, nella quale si informava della decisione del Consiglio della società di proporre al Ministero un progetto di conversione delle azioni privilegiate della società Autostrade in ordinarie, alla pari e senza versamento di alcun conguaglio. La conversione sarebbe stata prevista in forma facoltativa.

Nella lettera, cui era allegato il documento "Aspetti connessi alla privatizzazione di Autostrade", si informava, altresì, dell'intenzione dell'IRI di introdurre nello statuto di Autostrade un limite al possesso azionario pari al 5% del capitale sociale della Concessionaria, nonché un meccanismo di "voto di lista" per la nomina di amministratori e sindaci.

Si dava conto della approvazione da parte del Consiglio dell'IRI della procedura di costituzione dell'azionariato stabile proposta dai consulenti IMI e Schroders, cui sarebbe stato affidato l'incarico di assistere l'Iri nella ricerca dei potenziali acquirenti e nella conduzione delle trattative con gli stessi.

La trattativa diretta avrebbe avuto per oggetto una percentuale nell'ordine del 20% del capitale di Autostrade, per quote individuali tra l'1 e il 5%.

Il Comitato prendeva successivamente in esame i documenti dei consulenti IMI e Schroders del 30.6.97 relativi alla procedura dell'azionariato stabile, alla tempistica e alla conversione delle azioni privilegiate.

Il Comitato prendeva visione dei documenti e si riservava di procedere ad una analisi puntuale delle relative problematiche.

#### **Verbale del 21.7.1997**

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro faceva presente che la cordata Banca Antoniana Popolare Veneta (BAV) aveva dichiarato la propria indisponibilità a partecipare ad una procedura di vendita volta a individuare azionisti stabili non concertanti.

Il presidente del Comitato riteneva che fosse innanzitutto necessario accertare se tale posizione risultasse compatibile con le indicazioni contenute nella delibera del Consiglio dei Ministri del 16 maggio 1997.

Si osservava che, al di là di tale necessario accertamento, in caso di cessione del pacchetto di controllo sarebbe stato necessario fissare l'entità del premio tenendo conto del venir meno del fattore OPA incorporato nel valore dell'azione.

Un componente del Comitato riteneva necessario che fossero accertati possibili conflitti di interesse in capo agli *advisor* prima che essi formulassero la loro raccomandazione sulla procedura di vendita ottimale ed il Presidente del Comitato, nell'accogliere tale proposta, giudicava comunque opportuno fissare un termine per l'individuazione dell'azionariato stabile.

#### **Verbale del 7.8.1997**

Il presidente rendeva noto che era stata approvata la convenzione Autostrade e che si attendeva il visto relativo da parte della Corte dei Conti. Non erano stati ancora finalizzati i piani finanziari delle altre società concessionarie partecipate da Autostrade e ciò rendeva impossibile la compilazione di un bilancio consolidato proforma e l'avvio di una *due diligence* organica.

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro distribuiva la bozza di un documento predisposto dagli uffici dell'IRI che sarebbe stato esaminato dal Consiglio di amministrazione convocato per il giorno seguente.

Nel documento veniva presentata una proposta elaborata dagli *advisor* IMI e Schroders nella quale era prevista una procedura di individuazione degli azionisti stabili che si sarebbe potuta concludere sia con la costituzione di un

azionariato stabile di tipo "stellare" (come nei precedenti casi di IMI ed INA), sia con la cessione del controllo ad un gruppo di azionisti legati da un vincolo pattizio.

In entrambe le ipotesi si sarebbe dovuto fissare un limite massimo (intorno al 20/30 per cento) al quantitativo di azioni da vendere a trattativa diretta ed un limite massimo al quantitativo di azioni acquistabili da un singolo socio (5 per cento).

In ogni caso si sarebbe dovuto verificare la compatibilità della proposta di IMI-Schroders con la delibera del Consiglio dei Ministri relativa alle modalità di cessione della società Autostrade.

Il presidente osservava che l'idea di fissare un limite massimo al quantitativo da vendere a trattativa diretta sarebbe apparsa illogica, qualora si fosse proceduto ad una vendita ad un nucleo "pattizio", in quanto in tal modo si sarebbe implicitamente ridotto il premio da corrispondere dagli acquirenti.

Un membro del Comitato dava lettura di una nota trasmessa via telefax in data 6 agosto 1997 al Presidente in cui venivano riassunti i termini della sua posizione riguardo alla problematica della costituzione dell'azionariato stabile di Autostrade.

In sostanza, venivano espresse alcune perplessità sulla procedura proposta dagli *advisor* con riferimento, in particolare, alla cessione del controllo della società che sarebbe potuta avvenire in modo non trasparente. Veniva suggerita perciò l'opportunità di svolgere, da parte di un consulente, una valutazione sulla congruità del prezzo pagato dagli azionisti stabili concertanti.

Un altro componente del Comitato osservava che la proposta degli *advisor* sembrava essere suggerita da una situazione di mercato che rendeva assai difficile la costruzione dell'azionariato stabile.

Il Comitato conveniva sull'opportunità di segnalare all' IRI l'esigenza di far effettuare una specifica valutazione di congruità del prezzo corrisposto dagli azionisti stabili.

#### **Verbale del 4.9.1997**

Il Presidente del Comitato, introducendo il tema della privatizzazione di Autostrade, faceva presente che l'orientamento dell'IRI, per quanto riguardava il nucleo stabile concertante o non, era quello di fissare il limite intorno al 25/30 per cento.

Un membro del Comitato sottolineava la necessità che fossero date indicazioni agli *advisor* perché coltivassero, con il massimo impegno, entrambe le

forme di azionariato stabile (concertante o non) contenute nella proposta di procedura.

Riguardo alla proposta di bando elaborata da IMI e Schroders, veniva presentato un documento. Un membro del Comitato raccomandava che, nel prosieguo delle attività di elaborazione delle procedure, fossero presi in considerazione i seguenti aspetti:

- il limite all'acquisto individuale;
- il non inserimento di impegni sul diritto di voto;
- la decadenza dell'obbligo di non vendere in caso di OPA;
- in caso di costituzione di nucleo stabile concertante, la necessità di una valutazione specifica della congruità del prezzo proposto da parte del consulente incaricato della valutazione;
- il riferimento all'insussistenza del conflitto d'interesse previsto dalla delibera del Consiglio dei Ministri riguardante le modalità di alienazione di Autostrade.

#### ***Verbale del 9.2.1998***

Il Comitato chiedeva che fossero effettuati approfondimenti con la Commissione Europea al fine di stabilire l'orientamento circa l'estensione della concessione alla società Autostrade e sulla decisione di procedere per la stessa a richiedere la registrazione con riserva da parte della Corte dei Conti.

Il Comitato chiedeva, inoltre, di conoscere la composizione dell'assetto dell'azionariato della società.

#### ***Verbale del 18.3.1998***

Il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro riassume ai partecipanti l'esito dell'incontro tenutosi a Bruxelles in data 9 marzo 1998 con i rappresentanti della Comunità Europea ed illustrava l'appunto distribuito datato 16 marzo 1998.

Nel prendere visione della lettera inviata dal Presidente dell'IRI al Ministro Ciampi in data 11 marzo 1998 e concordando con l'impostazione del Consiglio di amministrazione dell'IRI di subordinare l'avvio della procedura di formazione dell'azionariato stabile e delle attività di *marketing* propedeutiche all'offerta globale, il Comitato era dell'avviso di attendere l'orientamento definitivo dell'UE sulle questioni relative alla concessione e agli investimenti previsti nella convenzione della società Autostrade.

Il Comitato ribadiva la sua contrarietà all'introduzione di limiti al possesso azionario all'interno di singole cordate e suggeriva di chiedere, in tempi brevi,

all'Iri un'opinione degli *advisor* in merito all'interesse da parte di investitori italiani ed esteri ad acquisire pacchetti di controllo della società nonché la loro disponibilità a pagare un premio di controllo.

Relativamente ai documenti citati nel verbale, si rileva il mancato reperimento dei seguenti atti:

- l'appunto distribuito e datato 16 marzo 1998 sull'esito dell'incontro tenutosi a Bruxelles in data 9 marzo 1998 con i rappresentanti della Comunità Europea.

- eventuale opinione degli *advisor* in merito all'interesse da parte di investitori italiani ed esteri ad acquisire pacchetti di controllo della società nonché la loro disponibilità a pagare un premio di controllo.

### **Verbale del 7.9.1998**

Durante la riunione veniva comunicato che il presidente dell'IRI aveva inviato il 4 agosto 1998 una lettera al Ministro del Tesoro nella quale veniva illustrata la procedura di vendita delle azioni Autostrade.

In tale nota il suddetto affermava che, tenuto conto anche dell'esito di un sondaggio condotto dagli *advisor*, il Consiglio di amministrazione aveva approvato uno schema che avrebbe previsto la realizzazione dell'operazione attraverso un'offerta globale di largo mercato, nel cui ambito — oltre alle quote assegnate in sede di O.P.V. — sarebbero potute essere destinate rilevanti partecipazioni minoritarie a soggetti interessati ad un investimento stabile nel capitale della società.

Il Comitato riteneva che la combinazione tra azionariato stabile e offerta a largo pubblico appariva opportuna, anche in relazione alla delicatezza del settore in cui opera la società Autostrade. Riteneva tuttavia necessario che l'Iri fornisse un maggiore dettaglio delle modalità di ricerca dell'azionariato stabile che avrebbero dovuto garantire la massima trasparenza e la concorrenza tra gli investitori, nonché il massimo introito dall'operazione.

Il Comitato osservava inoltre che appariva difficile rispettare la tempistica prevista per l'operazione, anche in relazione ai numerosi adempimenti ancora da effettuare.

### **Verbale del 28.9.1998**

Il rappresentante della Direzione Generale ricordava che il Comitato aveva suggerito di richiedere all'IRI maggiori dettagli sulla procedura di vendita, per garantire la massima trasparenza nella scelta dell'azionariato stabile.

Il Ministro del Tesoro in data 9 settembre 1998 aveva formulato in tal senso una richiesta all'Iri e la società aveva inviato una nota di risposta.

Veniva così illustrato il contenuto di tale nota e si sottolineava che sarebbe stata al più presto fornita ai membri del Comitato la documentazione, unitamente ad un promemoria, che riassumeva i termini della proposta.

Si dava, inoltre, lettura della lettera che un membro del Comitato aveva inviato al Ministro del Tesoro nella quale il Presidente dell'IRI sottolineava tra l'altro che l'obiettivo di completare la privatizzazione di Autostrade entro lo stesso anno appariva fortemente problematico.

I *global coordinator* avevano proposto un calendario da adottare nel caso in cui non fosse stato possibile procedere alla privatizzazione della società entro il 1998.

La privatizzazione di Autostrade, in tal caso, si sarebbe potuta completare nel mese di febbraio 1999 ovvero nell'aprile successivo, qualora si fosse ritenuto preferibile far riferimento ai dati di bilancio 1998 della società.

Il rappresentante della Direzione Generale faceva inoltre presente che la procedura descritta dall'IRI prevedeva che la scelta degli azionisti dovesse avvenire sulla base di criteri oggettivi.

Quest'ultima società, comunque, si riservava di mantenere un certo grado di flessibilità al fine di raggiungere un'adeguata articolazione della compagine azionaria stabile e di determinare l'ammontare complessivo allocabile a trattativa diretta.

Era da verificare la compatibilità di tale procedura con le indicazioni fornite dalla Commissione Europea nella nota del 30 luglio precedente.

Il Presidente faceva presente che il Comitato non doveva intervenire nella tempistica dell'operazione, la cui decisione spettava all'Iri. Sottolineava inoltre che, in relazione alle esigenze di flessibilità espresse dalla stessa Iri, occorreva comunque ribadire le indicazioni già fornite dalla CE.

Il Comitato infine stabiliva di rimettere al Consiglio di Amministrazione della suddetta società le decisioni relative alla tempistica dell'operazione e raccomandava di elaborare con precisione i criteri oggettivi che potevano essere direttamente operativi, sia per la scelta dell'azionariato stabile e sia per la definizione delle situazioni di conflitto di interessi.

A proposito dei documenti citati nel verbale, in sede istruttoria non è stato fornito il documento contenente le indicazioni della Commissione Europea fornite con nota del 30 luglio.

### ***Verbale del 10.11.1998***

Alla riunione veniva invitato a partecipare il rappresentante del Ministero dei Lavori Pubblici che illustrava la direttiva predisposta dallo stesso Ministero contenente le indicazioni in merito alle metodologie da adottare per la risoluzione del contenzioso (tra l'Anas e le società concessionarie) relativamente alle questioni legate al Fondo centrale di garanzia, nonché alle modalità per l'affidamento delle nuove concessioni.

All'uopo lo stesso rappresentante informava che la direttiva era all'esame della Corte dei conti e che sarebbe stata registrata nell'arco di una settimana e, inoltre, faceva presente che sarebbe stata costituita la commissione per l'aggiudicazione degli appalti autostradali formata da tre membri di cui uno designato dal Ministero dei Lavori Pubblici, uno dall'ANAS ed uno dalla società Autostrade.

Egli aggiungeva ancora che, su indicazioni della Commissione europea, la costituzione dell'organo non sarebbe stato previsto nello schema di convenzione tipo tra l'ANAS e le Autostrade, ma nell'atto aggiuntivo.

A tal proposito veniva sottolineato che il recepimento delle indicazioni della Commissione europea sarebbe avvenuto con la stipula di un atto aggiuntivo alla convenzione - che era quindi soggetto alla registrazione della Corte dei conti - e non attraverso modalità esterne alla convenzione medesima.

Il presidente chiedeva quale fosse la tempistica degli adempimenti.

Il rappresentante del Ministero dei Lavori Pubblici faceva presente che, tenuto conto dei tempi necessari per la registrazione della direttiva da parte della Corte dei conti, per la stipulazione dell'atto aggiuntivo alla convenzione e per l'emanazione del relativo decreto interministeriale di approvazione, l'iter si sarebbe dovuto concludere nell'arco di un mese.

Qualora però l'atto aggiuntivo alla convenzione fosse stato sottoposto al parere del Consiglio di Stato, i tempi sarebbero stati più lunghi, ma comunque tutta la procedura si sarebbe dovuta concludere entro lo stesso anno.

Il presidente del Comitato quindi illustrava il documento, che veniva consegnato ai partecipanti alla riunione, con il quale, per quanto riguardava la privatizzazione della società Autostrade, l'IRI aveva indicato i criteri per la scelta dell'azionariato stabile e la definizione dei conflitti d'interesse; invitava quindi tutti i membri del Comitato a formulare le proprie osservazioni nel corso della riunione successiva.

### **Verbale del 18.11.1998**

Veniva esaminato il documento redatto dall'IRI e presentato al C.d.A. del 5/11/98 con il quale la società aveva indicato i criteri per la scelta dell'azionariato stabile e la definizione dei conflitti d'interesse.

All'uopo il Comitato formulava le seguenti osservazioni:

- era opportuno non introdurre il vincolo del 10% come limite massimo inferiore per la partecipazione dei singoli acquirenti, al fine di non discriminarli rispetto agli operatori che avessero presentato le offerte concertate;
- si raccomandava il massimo rispetto dei principi di assoluta trasparenza nella scelta dell'azionariato stabile sia nell'ipotesi di acquirenti singoli che in cordata;
- andava privilegiato il criterio della stabilità del nucleo. A parità di offerta doveva essere preferito, pertanto, chi garantiva maggiore stabilità ed un più esteso periodo di *lock-up*.

A proposito dei documenti citati nel verbale, in sede istruttoria non è stato fornito il documento dell'IRI, presentato al cda il 5.11.1998, con l'indicazione dei criteri per la scelta dell'azionariato stabile e la definizione dei conflitti d'interesse.

### **Verbale del 2.12.1998**

Il rappresentante del Tesoro, in riferimento alla tempistica degli adempimenti preliminari alla vendita annunciata dal rappresentante del Ministero dei Lavori Pubblici nel corso della riunione del Comitato del 10 novembre, informava che la Corte dei conti non aveva ancora registrato la direttiva della stessa Amministrazione.

### **Verbale del 15.2.1999**

Con riferimento alla documentazione che era stata presentata al Consiglio di Amministrazione dell'IRI (seduta del 4 febbraio dello stesso anno), in cui erano state analizzate le opportune possibilità di valorizzare la rete di trasmissione di cui disponeva il Gruppo, si richiamavano in particolare i risultati degli approfondimenti di tipo finanziario, tecnico e legale condotti dagli *advisor* appositamente incaricati da IRI ed Autostrade.

A tal riguardo, il Comitato riteneva che le conclusioni degli *advisor*, espresse nel citato documento, potevano ritenersi condivisibili e valutava l'opportunità che la scelta tra le alternative prospettate venisse effettuata nel più breve tempo possibile.



### **Verbale del 31.05.1999**

Il presidente apriva la seduta rilevando che, per quanto riguardava la procedura di vendita da parte dell' IRI della società Autostrade, il Comitato doveva pronunciarsi su alcuni punti tra cui, preliminarmente, sulla quota da porre in vendita.

Su tale aspetto il Comitato concordava sull'opportunità che si procedesse alla vendita dell'intera partecipazione.

Inoltre, il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro faceva presente che occorreva determinare la quota da riservare al nucleo stabile chiedendo se fosse sufficiente determinare il limite massimo del 30% o se fosse conveniente anche introdurre ulteriori vincoli.

Faceva riferimento in particolare a quanto indicato dallo stesso Consiglio di amministrazione Iri del 27 maggio precedente che aveva ritenuto opportuno, relativamente alle offerte tendenti all'acquisizione di una quota rilevante del capitale della Società, per le quali sarebbe stata richiesta l'assunzione di specifici impegni, la determinazione di una cosiddetta "soglia di controllo" individuata in un intervallo compreso tra il 12% ed il 20% del capitale sociale di Autostrade.

In sostanza, occorreva decidere se adottare un modello "stellare", adottato per la cessione di Telecom, o presupporre di utilizzare uno schema analogo a quello relativo alla privatizzazione di BNL, con la stipula di accordi parasociali.

Inoltre il rappresentante della Direzione Generale del tesoro, in relazione al documento redatto dal consiglio di amministrazione dell'IRI nella seduta del 27 maggio precedente, rappresentava l'esigenza di un parere sulle seguenti questioni:

- determinazione della durata del vincolo per l'inalienabilità delle quote acquisite a trattativa diretta (*lock up*), individuato dall'IRI in un periodo di 3 anni;
- determinazione della quota minima acquisibile mediante trattativa diretta, individuata indicativamente dall'Iri tra lo 0,75% e l'1%;
- introduzione nello statuto di Autostrade del voto di lista.

Al termine della discussione il Comitato stabiliva che al nucleo stabile si riservasse una quota fino ad un limite massimo del 30%, all'interno del quale l'importo, da vendere tramite trattativa diretta, sarebbe stato determinato con flessibilità e la cessione sarebbe stata effettuata sulla base dei seguenti criteri:

- attitudine degli operatori, anche in relazione alle dimensioni degli importi richiesti, ad assicurare la formazione di un nucleo di controllo stabile basato su espliciti patti di sindacato
- valutazione del prezzo più conveniente;
- assunzione di impegni da parte degli operatori che effettuano le richieste.

Non appariva quindi opportuno introdurre nel bando altri vincoli quali la determinazione della soglia di controllo al di sopra della quale richiedere agli offerenti l'assunzione degli impegni di cui all'art. 1, comma 3, l. 474/94, nonché la fissazione della quota minima acquisibile mediante trattativa diretta.

Inoltre, il Comitato concordava con la proposta IRI, in merito alla durata del vincolo per l'inalienabilità delle quote acquisite a trattativa diretta (*lock up*), individuato in un periodo minimo di 3 anni, e all'introduzione nello statuto della società Autostrade del voto di lista per la nomina dei consiglieri.

#### **Verbale del 22.07.1999**

Veniva esaminata la documentazione inviata dall'IRI che illustrava la tempistica, le modalità e le manifestazioni d'interesse relative alla procedura di vendita e si esprimeva preoccupazione sull'assenza di tensione competitiva e sulla possibilità che si formassero aggregazioni sul mercato.

In merito alla procedura di vendita proposta dall'IRI, con particolare riferimento al punto in cui si definiva l'obbligo a carico degli acquirenti per il periodo di *lock up* (punto 12.3 della procedura), un membro del Comitato rilevava la non chiara definizione del "perimetro d'integrità del Gruppo Autostrade".

Dopo una discussione il Comitato deliberava che:

- fosse necessario che esistesse tensione competitiva sul mercato e che vi fossero pertanto cordate alternative;
- occorresse invitare l'IRI ad attivarsi affinché gli *advisor* effettuassero degli approfondimenti per far emergere cordate alternative e sulla possibilità che si potessero formare aggregazioni soprattutto per gli investitori che non avevano manifestato la quota di interesse;
- tali approfondimenti non avrebbero dovuto ritardare i tempi dell'operazione;
- in merito alla procedura di vendita, con particolare riferimento al punto in cui si definiva l'obbligo a carico degli acquirenti per il periodo di *lock up* (punto 12.3 della procedura), apparisse necessario chiedere chiarimenti all'IRI circa la definizione del "perimetro d'integrità del Gruppo Autostrade";

- tenuto conto del probabile rallentamento dell'attività dei mercati nel mese di dicembre, legato agli adempimenti connessi con il *millenium bug*, fosse opportuno che la procedura di vendita si concludesse con la massima sollecitudine, prima del termine del 4 dicembre indicato dall'IRI.

Il Comitato, infine, concordava con il contenuto della nota inviata da un componente contenente le osservazioni in merito alla procedura di vendita della società Autostrade.

#### **Verbale del 11.10.1999**

Il rappresentante della Direzione Generale del tesoro illustrava lo stato della procedura di vendita a trattativa diretta di Autostrade e faceva presente che l'IRI aveva recepito nel contratto di vendita le modifiche richieste dal Comitato.

Il Comitato si riservava di esaminare lo schema contrattuale.

#### **Verbale del 21.10.1999**

La riunione si apriva con l'analisi dello stato di avanzamento della procedura di dimissione della società Autostrade.

Al riguardo il presidente del Comitato osservava che per l'acquisto del 30% del capitale di Autostrade, la cordata guidata da Edizioni Holding aveva offerto una maggiorazione di prezzo del 5% rispetto al prezzo massimo che sarebbe stato pagato nell'ambito dell'offerta globale, fermo restando un prezzo minimo garantito per azione pari a 6 Euro.

Si apriva una discussione sulla maggiorazione di prezzo offerta dalla cordata ed in particolare sul prezzo minimo garantito considerando che la valutazione del prezzo di 6 Euro, quale prezzo minimo garantito, non corrispondeva al prezzo di mercato della società, né alla sua valutazione economica, ma era piuttosto la risultante del valore della società e del tempo ed incorporava l'attuale volatilità del mercato.

Il Comitato riteneva pertanto che, ai fini della fissazione del prezzo definitivo di offerta, fosse estremamente rilevante il prezzo dell'O.P.V.

## **AEROPORTI DI ROMA**

### ***Verbale del 5 giugno 1997***

Il Comitato esaminava per la prima volta il processo di dismissione della partecipazione avviato dall'IRI chiedendo elementi di conoscenza al direttore finanziario dell'ente, convocato in audizione.

Tra l'altro venivano chiesti elementi in ordine:

- alla costituzione di un azionariato stabile;
- alle ragioni per le quali l'operazione era stata suddivisa in due tempi con diverse alternative riguardo alla procedura di collocamento;
- alla possibile esistenza di conflitti di interesse in capo agli *advisor*/collocatori e al livello di commissioni riconosciuto.

Secondo quanto si deduce dal relativo verbale, le risposte del rappresentante dell'IRI avevano soddisfatto le esigenze conoscitive poste dai componenti del Comitato nella seduta.

### ***Verbale del 18 marzo 1998***

Nella seduta del 18 marzo 1998 il Comitato si occupava nuovamente del processo di privatizzazione della società Aeroporti di Roma, rilevando l'opportunità che l'IRI dovesse procedere alla cessione della quota residua mediante trattativa diretta o, nell'ipotesi in cui non si fosse riusciti a conseguire il "premio di controllo", mediante OPV.

Esso manifestava perplessità in ordine alla scelta dell'IRI di realizzare/perfezionare una nuova disciplina dell'OPA (per il 25-30% destinata all'azionariato stabile e per la parte rimanente mediante OPV) ed, inoltre, raccomandava anche l'inserimento del voto di lista nello statuto della società.

Relativamente all'affidamento dell'incarico di *global coordinator* e di *advisor*, il Comitato concordava sull'opportunità di ammettere alla selezione le società che avevano svolto il medesimo ruolo nel precedente collocamento.

Infine, forniva indicazioni per verificare l'interesse del mercato rispetto alla cessione della totalità della partecipazione posseduta dall'IRI, nonché la disponibilità degli investitori a far parte dell'azionariato stabile e a corrispondere un premio di controllo.

### ***Verbale del 7 settembre 1998***

Durante la riunione il Comitato riscontrava l'esigenza di considerare come dall'analisi degli *advisor* emergesse l'esistenza di gruppi di investitori interessati all'acquisto della maggioranza delle azioni e che tale opportunità avrebbe consentito di realizzare un prezzo superiore a quello che si sarebbe fissato con il lancio dell'OPV, anche se ciò avrebbe implicato per gli acquirenti l'obbligo di un'OPA totalitaria sulle azioni della società. Il Comitato suggeriva conseguentemente ai ministri competenti di modificare lo schema di delibera del Consiglio dei Ministri (peraltro già approvata dalla Commissione parlamentare) che prevedeva oltre alla vendita diretta anche un'OPV per favorire la diffusione del titolo.

### ***Verbale del 2 dicembre 1998***

Il Comitato veniva informato del nuovo schema di delibera contenente le modalità di vendita della partecipazione in Aeroporti di Roma che sarebbe stato inviato alle competenti commissioni parlamentari per il parere.

In tale schema si prevedeva il ricorso all'OPV o alla trattativa diretta, ovvero ad entrambe le procedure utilizzate congiuntamente.

### ***Verbale del 18 marzo 1999***

Durante l'assemblea il rappresentante della Direzione Generale del Tesoro esibiva il documento redatto dall'IRI in merito allo schema di procedura di privatizzazione della società redatto successivamente all'emanazione del DPCM del 25 febbraio 1999.

### ***Verbale del 22 luglio 1999***

Il Comitato esprimeva il proprio consenso in ordine alla proposta dell'IRI di avviare al più presto la procedura di vendita.

### ***Verbale del 11 ottobre 1999***

Nella seduta dell'11 ottobre 1999 il rappresentante della DG Tesoro illustrava al Comitato la documentazione relativa allo stato della procedura di vendita comprendente anche l'analisi delle manifestazioni di interesse pervenute, la tempistica, la procedura e la metodologia di valutazione dei piani industriali.

Veniva rappresentata l'intenzione da parte dell'IRI di ammettere con riserva i fondi di investimento che avevano dichiarato l'impossibilità giuridica a rendere note alcune informazioni richieste dalla procedura.

In proposito, su esplicita richiesta di uno dei componenti del Comitato, veniva precisato che i soggetti che non avessero fornito tutte le informazioni richieste sarebbero stati esclusi dalla procedura.

Il Comitato concordava sulla posizione espressa.

Quindi chiedeva ragguagli sui tempi della procedura in relazione al ricorso al Consiglio di Stato di alcuni potenziali acquirenti esclusi.

Il rappresentante dell'Amministrazione si riportava alla documentazione allegata al verbale.

#### ***Verbale del 5 aprile 2000***

Nella riunione il rappresentante della DG Tesoro informava il Comitato che l'Iri, a seguito della sentenza con la quale il Consiglio di Stato aveva rigettato il ricorso di SEA, stava compiendo tutte le attività necessarie, con l'obiettivo di concludere l'operazione entro l'estate 2000. Il Comitato prendeva atto degli elementi conoscitivi forniti dal rappresentante del DG Tesoro in ordine alle offerte economiche presentate dalle quattro cordate ammesse alla fase successiva della procedura.

#### ***Verbale del 13 giugno 2000***

Veniva esaminato il documento predisposto dal consulente finanziario (LB), relativamente alle offerte presentate dalle tre cordate (Consorzio Leonardo, ENEA Alliance e Hermes) per l'acquisto del pacchetto di maggioranza di Aeroporti di Roma e si rilevava un sensibile incremento rispetto ai corsi di borsa, alle valutazioni del consulente e alle stesse offerte preliminari.

Il prezzo offerto dal Consorzio Leonardo risultava essere il più elevato, superando marginalmente quello del secondo offerente.

Veniva pure accertato come le strutture finanziarie proposte dalle tre cordate risultassero compatibili con il piano industriale.

Dal documento predisposto dal consulente strategico (Booz Allen & Hamilton) risultava confermata l'assenza di elementi che potessero determinare una situazione di potenziale conflitto di interessi, ai sensi del DPCM 25 febbraio 1999, nonché l'idoneità dei piani industriali redatti dagli offerenti.

Il Comitato aveva, inoltre, analizzato il documento predisposto dai consulenti legali (Gianni, Origoni & Partners e Linklaters & Alliance) dal quale emergevano motivate perplessità circa la compatibilità della struttura di corporate governance adottata nell'ambito del patto BV (ENEA Alliance).

Cosicché, richiamati i principi definiti dall'IRI per la procedura di cessione, riteneva che non vi fossero preclusioni a considerare conclusa la procedura

competitiva e ad aggiudicare la cessione al migliore offerente, in considerazione del prezzo offerto, del piano industriale proposto, dei rischi di ricorsi e delle perplessità espresse dall'Unione Europea nell'ipotesi di una ulteriore fase di negoziazione rispetto alle offerte pervenute.

Da ultimo il Comitato raccomandava, prima di procedere all'aggiudicazione definitiva, di compiere una ulteriore verifica circa l'esistenza di possibili situazioni di conflitto d'interesse e di verificare la congruità delle penali stabilite in caso di violazione da parte dell'acquirente dell'obbligo di *lock up*.

## **ENTE TABACCHI ITALIANI – E.T.I.**

### ***Verbale del 9.7.2002***

Alla riunione partecipava il presidente e Amministratore Delegato dell'E.T.I. per illustrare il contenuto di due documenti concernenti l'evoluzione della società dalla sua trasformazione in Spa e la collocazione della stessa rispetto ai principali competitori.

Il rappresentante del Ministero illustra i contenuti del DPCM di prossima emanazione in cui si prevedeva la cessione della partecipazione mediante trattativa diretta e l'eventuale ricorso alla offerta pubblica solo nel caso in cui le offerte ricevute fossero risultate insoddisfacenti.

### ***Verbale del 23.9.2002***

All'incontro interveniva il rappresentante della Goldman Sachs, *advisor* dell'operazione E.T.I., per illustrare l'analisi compiuta sulle manifestazioni di interesse ricevute al 16 settembre 2002, termine ultimo stabilito per la loro presentazione.

Relativamente alle otto manifestazioni ricevute, il Comitato si soffermava in particolare sulle manifestazioni presentate dalle cordate Altadis/Equinox e da Imprenditori Associati, che tra loro sembravano presentare alcuni azionisti comuni, ed analizzava le manifestazioni presentate da Aurelia, JT Europe Holdings, Tabaccai Associati 2001 e TNT Logistic Italia, che evidenziavano talune lacune informative rispetto ai requisiti richiesti nell'invito.

La Goldman Sachs evidenziava alcuni punti da approfondire, tra i quali la chiara definizione del perimetro della società (completamento del processo di trasferimento del portafoglio immobili e sistemazione definitiva delle attività *no core*), l'assetto definitivo delle cordate potenziali acquirenti di E.T.I. ed i vincoli contrattuali da imporre alle stesse.

Al termine della discussione il Comitato raccomandava di:

a) richiedere alle cordate Altadis/Equinox Aurelia, Imprenditori Associati, JT Europe Holdings, Tabaccai Associati 2001 e TNT Logistic Italia ulteriori informazioni, al fine di verificare la rispondenza delle manifestazioni di interesse presentate in relazione ai requisiti contenuti negli inviti;

b) predisporre la lettera di procedura da inviare ai candidati ammessi alla fase successiva nella quale, oltre alle informazioni sulle modalità per la presentazione delle offerte non vincolanti, fossero ribaditi i consueti obblighi dell'acquirente in termini di mantenimento degli assetti occupazionali e di



inalienabilità delle quote dell'azienda per un periodo di tre anni, a meno di specifica autorizzazione da parte del Ministero;

c) proseguire la procedura secondo la tempistica indicata nel documento presentato dall'*advisor*, che prevedeva il completamento della *data room*<sup>1</sup> entro il mese di dicembre 2002 e la firma del contratto di cessione entro il mese di febbraio 2003.

### **Verbale del 3.2.2003**

Il rappresentante della Goldman Sachs interveniva per riferire sullo stato del processo e sulle offerte pervenute, ritenute dalla stessa in linea con le previsioni, e illustrava la *performance* del settore del tabacco, evidenziando i potenziali costi e benefici di un'eventuale quotazione in borsa dell'E.T.I.

A fronte di queste considerazioni veniva suggerito di proseguire nell'attuazione della procedura di vendita per trattativa diretta.

Il Comitato approvava il proseguimento dell'operazione secondo la modalità prevista dall'*advisor*, suggerendo comunque di tenere in considerazione la possibilità della quotazione, qualora si fossero verificati eventi impreveduti o se le offerte vincolanti presentate non fossero state ritenute soddisfacenti.

Successivamente, il rappresentante della Goldman Sachs illustrava la bozza della seconda lettera di procedura che conteneva la descrizione della *due diligence* e del contratto di compravendita.

L'*advisor* sottolineava l'aspetto critico del regolamento della *due diligence* inerente alla possibilità dei partecipanti di intrattenere rapporti con la Philip Morris, proponendo tre alternative sul livello di trasparenza di tali negoziazioni.

Dopo la discussione, il Comitato decideva di rinviare la decisione finale in ordine all'approvazione della seconda lettera di procedura per poter valutare appieno i costi ed i benefici di queste alternative.

Invitava, quindi, l'*advisor* a trasmettere al Comitato un'ulteriore bozza della seconda lettera di procedura.

Al termine della riunione si evidenziava un ritardo rispetto alla tempistica prevista nella documentazione già distribuita e si sollecitava l'*advisor* ad una più rapida conduzione della procedura di vendita.

---

<sup>1</sup>Le *data room* sono usate nelle transazioni quando un venditore o un'autorità devono rivelare agli interessati all'acquisto una grande quantità di dati riservati o, comunque, non pubblici.

### **Verbale del 15.4.2003**

Il rappresentante di Goldman Sachs riferiva sullo stato del processo di vendita e sulle fasi principali della tempistica, fissando alla prima metà del mese di giugno successivo la presentazione delle offerte vincolanti.

Successivamente illustrava al Comitato la bozza della terza lettera di procedura e si soffermava sulla descrizione del contenuto delle offerte vincolanti e sulle modalità di presentazione delle stesse.

Al fine di assicurare alla procedura il più elevato grado di trasparenza, il Comitato concordava con la proposta del Presidente di incaricare due ulteriori valutatori indipendenti per effettuare l'esame delle offerte vincolanti.

L'*advisor* illustrava, poi, gli elementi principali del contratto di compravendita. Esso sarebbe stato inviato ai potenziali acquirenti i quali potevano suggerire modifiche che, tuttavia il Tesoro si sarebbe riservato di accettare.

Una volta predisposta la versione definitiva del contratto, gli stessi interessati avrebbero dovuto presentare le offerte vincolanti.

Dopo la discussione, il Comitato approvava sia la bozza della terza lettera di procedura che il contratto di compravendita ed esprimeva il suo assenso all'attivazione di una procedura competitiva di selezione dei due valutatori indipendenti.

### **Verbale del 23.6.2003**

Il rappresentante di Goldman Sachs chiariva al Comitato le principali modifiche apportate al contratto ed alla lettera di procedura per la presentazione delle Offerte Vincolanti, rispetto alle bozze già concordate nella precedente riunione del 15 aprile.

In particolare nelle modifiche al contratto si recepivano alcune richieste formulate dai potenziali acquirenti che erano risultate conformi agli *standard* usualmente praticati dal MEF mentre, al fine di garantire ulteriormente la trasparenza del processo di analisi delle offerte e di selezione dell'acquirente, si disponevano innovazioni alla lettera di procedura riguardo all'articolazione delle fasi di ricezione e all'esame delle offerte vincolanti previste.

Inoltre, si disponeva la consegna delle buste contenenti le offerte vincolanti presso un notaio e la loro apertura alla presenza anche di rappresentanti dei potenziali acquirenti.

Le modifiche presentate venivano approvate dal Comitato che, dopo la discussione sulle diverse procedure d'asta alternative, suggeriva di procedere alla selezione dell'acquirente sulla base del più alto corrispettivo offerto in busta

chiusa separata (Busta 2), una volta verificata la completezza e la correttezza della documentazione presentata (Busta 1).

Quindi, suggeriva di procedere ad una fase di rilanci unicamente nel caso in cui tra il più alto dei corrispettivi offerti e uno o più degli altri corrispettivi risultasse una differenza pari o inferiore ai 10 milioni di Euro.

In questo caso, i soggetti che avessero presentato tali offerte sarebbero stati invitati a presentare un unico rilancio migliorativo in busta chiusa.

Ulteriori rilanci sarebbero stati ammessi soltanto nel caso di presentazione di offerte identiche.

Il Comitato auspicava, infine, che l'intera procedura di selezione, inclusa l'eventuale fase di rilancio, si concludesse in tempi brevi, possibilmente nella giornata del 16 luglio.

### ***Verbale del 16.7.2003***

Alla riunione partecipavano i rappresentanti degli Studi legali Clifford Chance e Grimaldi, consulenti legali del MEF, e della Goldman Sachs, Consulente Finanziario del MEF.

Il rappresentante della Clifford Chance ricordava analiticamente le modalità di presentazione delle offerte e i contenuti delle stesse.

In particolare, la procedura definita dal Ministero anche sulla base delle raccomandazioni espresse dal Comitato, prevedeva che:

- l'esame delle offerte e l'individuazione della migliore si concludesse nell'arco della stessa giornata del 16 luglio;

- tutto l'iter procedurale si svolgesse alla presenza di un Notaio per la conseguente stesura del relativo verbale;

- l'esame delle offerte si sviluppasse in due fasi separate. La prima (preselezione), finalizzata a verificare la completezza e correttezza della documentazione richiesta, la coerenza del piano industriale con le linee strategiche di sviluppo di E.T.I. nonché con gli impegni, le garanzie ed i vincoli previsti nel Contratto e la disponibilità di mezzi finanziari, coerenti con il rispetto dei termini e dei tempi previsti per l'effettuazione dell'operazione. La seconda, alla quale sarebbero stati ammessi solo i soggetti valutati positivamente nella prima fase, finalizzata alla valutazione delle offerte economiche (corrispettivi offerti);

- all'apertura della busta 1 e della busta 2 avrebbero potuto assistere anche rappresentanti dei potenziali acquirenti;

- la valutazione della congruità dei corrispettivi offerti doveva essere svolta dal Ministero, tenendo conto delle risultanze emerse dai rapporti di

valutazione (consegnati in anticipo, in busta chiusa e sigillata) elaborati, in via disgiunta, dai due valutatori indipendenti (Banca IMI e Deloitte & Touche Corporate Finance), oltre che dal consulente finanziario e valutatore (Goldman Sachs);

— la selezione della offerta "vincente" sarebbe stata effettuata, una volta superata la fase preliminare di verifica, unicamente sulla base del corrispettivo offerto più elevato, salvo il caso in cui tra il più alto dei corrispettivi da una parte ed uno o più degli altri corrispettivi vi fosse stato un intervallo inferiore o pari a 10 milioni di euro. In tale ipotesi, i potenziali acquirenti sarebbero stati invitati ad effettuare un unico rilancio migliorativo (o successivi rilanci in caso di parità al termine del primo rilancio).

Il rappresentante di Clifford Chance segnalava, da ultimo, che la procedura prevedeva che all'analisi dei Piani Industriali presentati dai potenziali acquirenti potessero partecipare anche rappresentanti designati del Ministero delle Attività Produttive e del Ministero delle Politiche Agricole e Forestali.

Come già anticipato dal Presidente del Comitato si confermava che, entro il termine indicato nella lettera di procedura, erano pervenute le tre offerte vincolanti presentate dalla cordata "BAT", dalla cordata "Imprenditori Associati" e dalla cordata "Altadis".

Il rappresentante di Clifford Chance rappresentava al Comitato che, a seguito di un approfondito esame sulla documentazione di offerta contenuta nella busta 1, tutte e tre le offerte erano risultate complete e corrette in tutti i loro aspetti e che non era stata rilevata alcuna irregolarità formale.

Il rappresentante di Grimaldi confermava tali conclusioni.

Il presidente del Comitato, quindi, passava all'analisi dei piani industriali, invitando la Goldman Sachs a presentare la propria relazione.

Il presidente comunicava inoltre che, nonostante i ripetuti solleciti, il rappresentante designato dal Ministero delle Politiche Agricole e Forestali, come richiesto, non si era presentato alle riunioni.

Il rappresentante della Goldman Sachs presentava ai membri del Comitato una relazione dettagliata sul contenuto delle tre "Buste 1" relative sia ai requisiti legali per la validità delle offerte, sia alla loro coerenza in relazione al piano industriale dell' E.T.I. e rilevava che, sulla base dell'analisi della documentazione presentata nelle relative buste:

- tutta la documentazione richiesta fosse stata consegnata;
- i requisiti formali fossero stati rispettati;
- il contratto siglato e la garanzia bancaria prestata fossero conformi ai testi inviati dal Ministero in data 26 giugno u.s.;

— i mezzi finanziari individuati per l'acquisizione fossero sufficienti a garantire la capacità di effettuare l'operazione, sulla base delle lettere allegate dai potenziali acquirenti alle offerte vincolanti;

— i piani industriali presentati fossero coerenti con lo sviluppo strategico di E.T.I. e con gli impegni, le garanzie e i vincoli previsti nel contratto.

Tale relazione veniva depositata agli atti della riunione.

Veniva poi invitato il rappresentante del Ministero delle Attività Produttive ad esprimere le proprie valutazioni e considerazioni sui piani industriali presentati.

Dopo una disamina dei principali aspetti qualificanti i documenti presentati, il funzionario concludeva la propria relazione evidenziando la sostanziale coerenza di tutti i piani industriali presentati dai potenziali acquirenti in relazione alle prospettive strategiche di sviluppo dell'E.T.I.

Il Comitato, prendendo atto delle conclusioni positive dei consulenti, esprimeva parere favorevole sui risultati della verifica condotta sul contenuto delle "Buste 1" presentate dai tre potenziali acquirenti.

Il presidente del Comitato, invitava il rappresentante del Ministero affinché autorizzasse il notaio a procedere — alla presenza di tutti i rappresentanti dei potenziali acquirenti — all'apertura delle "Buste 2" ed alla verbalizzazione del relativo contenuto.

La riunione del Comitato proseguiva alla presenza dei Consulenti del MEF e dei rappresentanti dei potenziali acquirenti.

Il notaio procedeva alla apertura delle "Buste 2", dandone lettura pubblica del contenuto.

In particolare, i corrispettivi offerti dai potenziali acquirenti risultavano rispettivamente pari a (in milioni di euro):

- |                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| 1) Cordata "BAT"                    | 2.325,00; |
| 2) Cordata "Imprenditori Associati" | 1.521,11; |
| 3) Cordata "Altadis"                | 1.511,00. |

Conosciuti i suddetti corrispettivi, il Comitato proseguiva la propria riunione in sede separata, invitando i rappresentanti dei valutatori indipendenti ad illustrare le conclusioni dei rispettivi rapporti di valutazione.

In particolare, venivano aperte le buste contenenti i rapporti valutativi consegnate al Ministero ed i rappresentanti delle tre istituzioni illustravano sinteticamente le metodologie ed i criteri adottati per le proprie valutazioni riepilogate nella tabella seguente:

<b>Valutatore</b>	<b>Minimo*</b>	<b>Massimo*</b>
<i>Banca IMI</i>	1.100	1.500
<i>Deloitte &amp; Touche Corp. Finance</i>	1.150	1.500
<i>Goldman Sachs</i>	1.200	1.500

\*Valori in milioni di euro

Alla luce delle suddette risultanze il Comitato raccomandava di selezionare l'offerta presentata dalla cordata BAT, riscontrando comunque la congruità dei corrispettivi offerti da parte delle altre due cordate.