

## **Deliberazione n. 3/2010/G**

REPUBBLICA ITALIANA

Corte dei conti

Sezione centrale di controllo

sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato

Collegio I e II

Nell'adunanza e camera di consiglio del 13 novembre 2009

\* \* \*

Visto il testo unico delle leggi sulla Corte dei conti, approvato con R.D. 12 luglio 1934, n. 1214;

vista la legge 14 gennaio 1994, n. 20;

vista la legge 20 dicembre 1996, n. 639;

visto il regolamento per l'organizzazione delle funzioni di controllo, approvato con deliberazione n. 14/2000 delle Sezioni Riunite in data 16 giugno 2000 e successive modificazioni;

visto il programma di controllo per l'anno 2006, approvato con deliberazione della Sezione n. 1/2006/G, ed in particolare la indagine rubricata sub I.1 della suddetta deliberazione concernente obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche;

vista la relazione in data 7 ottobre 2009, con la quale il Presidente di sezione dott. Luigi Mazzillo ha riferito sull'esito dei controlli eseguiti;

vista l'ordinanza dell'8 ottobre 2009, con la quale il Presidente della sezione del controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato ha convocato il I ed il II Collegio della Sezione per l'adunanza del 30 ot-

tobre 2009, ai fini della pronunzia, ai sensi dell'articolo 3 comma 4 della l. n. 20/1994, sulle attività di gestione in argomento;

vista la nota n.6189/09 del 9 ottobre 2009, con la quale il Servizio di segreteria per le adunanze della Sezione centrale del controllo ha trasmesso la relazione alle Amministrazioni interessate e convocate le stesse per l'adunanza del 30 ottobre 2009;

vista la nota di segreteria n. 6698/09 del 23 ottobre 2009, con la quale il Servizio di segreteria per le adunanze della Sezione centrale del controllo ha comunicato alle Amministrazioni interessate il rinvio dell'adunanza al giorno 13 novembre 2009;

udito il Presidente di sezione dott. Luigi Mazzillo;

uditi, per il Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento del tesoro: dott. Francesco Parlato - Dirigente generale, dott. Stefano Di Stefano - Dirigente, dott. Alessandro Cascino - Dirigente e dott.ssa Olga Cuccurullo - Dirigente e Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato: dott.ssa Emilia Scafuri - Dirigente; per il Ministero dello sviluppo economico - Gabinetto del Ministro: dott. Gaetano Casale - Dirigente e dott. Domenico Porpora - Condirettore generale Invitalia, Servizio di controllo interno: dott. Mario Arduini - Direttore generale ed Ufficio centrale di bilancio: dott.ssa Maria Carone - Direttore generale, dott.ssa Tiziana Formichetti - Dirigente e dott. Salvatore De Rosa - Dirigente; per il Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali - Segretariato generale: dott. Crescenzo Rajola - Dirigente e dott. Rosario Lo Schiavo - funzionario e Servizio di controllo interno: dott. Dario Petrella - Dirigente e dott.ssa Sabina Balzanelli - Funzionario; per l'Istituto di vigilanza sulle

Assicurazioni Private e di interesse collettivo – ISVAP: dott. Giuseppe Carriero – Dirigente e per la Commissione di Vigilanza sui fondi di pensione – COVIP: dott. Raffaele Capuano – Direttore generale e dott. Leonardo Tais – Direttore;

non intervenuti i rappresentanti dei seguenti uffici: del Ministero dell'economia e delle finanze (Gabinetto del Ministro, Servizio di controllo interno ed Ufficio centrale di bilancio), del Ministero delle infrastrutture e dei trasporti (Gabinetto, Servizio di controllo interno e Ufficio centrale del bilancio), del Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali (Gabinetto e Ufficio centrale del bilancio), dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, dell'Autorità per l'energia e il gas, dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni, e della Commissione Nazionale per le Società e le Borse - CONSOB.

#### DELIBERA

di approvare l'allegata relazione conclusiva concernente l'indagine sugli obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche;

#### ORDINA

- che la presente deliberazione e l'unita relazione - ai sensi e per gli effetti dell'art. 3, comma 6 della l. n. 20/94, modificato dall'art. 1, comma 172 della legge 23 dicembre 2005, n. 266, nella parte che prescrive alle Amministrazioni controllate di comunicare alla Corte "entro sei mesi dalla data del ricevimento della relazione" le misure conseguenzialmente adottate, e dall'art. 3, comma 64, l. 24 dicembre 2007, n. 244/2007, il quale prescrive che le stesse amministrazioni,

ove ritengano di non ottemperare ai rilievi della Corte, adottino, entro un mese dalla data di ricezione del referto, apposito motivato provvedimento - sia trasmessa, a cura della segreteria della Sezione:

- alla Presidenza del Senato della Repubblica e della Camera dei Deputati;
- al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Gabinetto;
- al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del tesoro;
- al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Servizio di controllo interno;
- al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento della R.G.S.;
- al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Ufficio centrale di bilancio;
- al Ministero dello sviluppo economico - Gabinetto del Ministro;
- al Ministero dello sviluppo economico - Servizio di controllo interno;
- al Ministero dello sviluppo economico - Ufficio centrale di bilancio;
- al Ministero delle infrastrutture e dei trasporti - Gabinetto;
- al Ministero delle infrastrutture e dei trasporti - Servizio di controllo interno;
- al Ministero delle infrastrutture e dei trasporti - Ufficio centrale di bilancio;
- al Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali - Gabinetto;
- al Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali - Servizio

- di controllo interno;
- al Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali – Ufficio centrale di bilancio;
  - all’Autorità garante della concorrenza e del mercato;
  - all’Autorità per l’energia e il gas;
  - all’Autorità per le garanzie nelle comunicazioni;
  - alla Commissione Nazionale per le Società e le Borse - CONSOB;
  - all’Istituto di vigilanza sulle Assicurazioni Private e di interesse collettivo – ISVAP;
  - alla Commissione di Vigilanza sui fondi di pensione – COVIP;
- che, ai sensi e per gli effetti dell’art. 41, R.D. 11 luglio 1934, n. 1214, copia della presente delibera e unita relazione sia trasmessa al competente Collegio delle Sezioni Riunite, affinché possa trarne deduzioni ai fini del referto al Parlamento sul Rendiconto Generale dello Stato anche in ordine alle modalità con le quali le Amministrazioni interessate si sono conformate alla vigente disciplina finanziaria e contabile.

IL PRESIDENTE

Giorgio CLEMENTE

IL RELATORE

Pres. Luigi MAZZILLO

Deposita in Segreteria il 12 febbraio 2010

II DIRIGENTE

Dott.ssa Cesira Casalanguida



*Corte dei Conti*

**Sezione centrale di controllo sulla gestione  
delle amministrazioni dello Stato  
*Collegio di controllo sulle entrate***

**OBIETTIVI E RISULTATI DELLE OPERAZIONI DI  
PRIVATIZZAZIONE DI PARTECIPAZIONI PUBBLICHE**

**MAGISTRATO ISTRUTTORE E RELATORE**

***Luigi MAZZILLO***

**Roma, 10 febbraio 2010**



## INDICE

|   |            |
|---|------------|
| <b>Sintesi</b>  | <b>7</b>   |
| <b>1. Premessa: obiettivi e oggetto dell'indagine</b>   | <b>9</b>   |
| <b>2. Il contesto storico del lancio della strategia di privatizzazione</b>   | <b>13</b>  |
| 2.1 <i>La crisi del sistema delle partecipazioni statali nel contesto della crisi economico finanziaria dei primi anni '90</i>                    | 13         |
| 2.2 <i>La strategia di privatizzazione come via di uscita dalla crisi</i>   | 18         |
| 2.3 <i>Le strategie di privatizzazione negli altri paesi europei</i>  | 22         |
| <b>3. Le fasi del processo di privatizzazione</b>   | <b>23</b>  |
| 3.1 <i>Lo stadio preliminare (1980 - 1991)</i>  | 28         |
| 3.2 <i>Il lancio (1992 - 1995)</i>  | 29         |
| 3.3 <i>L'accelerazione (1996 - 2000)</i>  | 29         |
| 3.4 <i>Il consolidamento (2001 - 2005)</i>  | 31         |
| 3.5 <i>Il declino (2006-2008)</i>   | 35         |
| 3.6 <i>La fase attuale: le operazioni mirate ed il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti</i>  | 35         |
| <b>4. Il quadro legislativo ed istituzionale</b>  | <b>40</b>  |
| 4.1 <i>Privatizzazione formale e riorganizzazione del settore delle Partecipazioni Statali</i>  | 40         |
| 4.2 <i>Procedure di privatizzazione</i>   | 41         |
| 4.3 <i>Regolazione del settore delle utilities</i>  | 43         |
| 4.4 <i>La corporate governance</i>  | 45         |
| 4.5 <i>La regolazione del mercato azionario</i>   | 50         |
| <b>5. Criteri e metodi di pianificazione strategica e di gestione operativa delle operazioni di privatizzazione</b>                               | <b>51</b>  |
| 5.1 <i>Priorità alla privatizzazione delle banche</i>   | 51         |
| 5.2. <i>L'OPV come scelta strategica</i>  | 55         |
| 5.3 <i>L'allocazione delle azioni</i>   | 60         |
| 5.4. <i>La struttura proprietaria</i>   | 65         |
| 5.5. <i>I poteri speciali dello Stato</i>   | 66         |
| 5.6. <i>L'organizzazione per la pianificazione e la gestione dei processi di privatizzazione</i>  | 76         |
| <b>6 Obiettivi di privatizzazione e incassi</b>   | <b>87</b>  |
| 6.1. <i>Obiettivi ed operazioni di privatizzazione programmate nei Dpef</i>   | 87         |
| 6.2. <i>Riscontro dell'attuazione delle operazioni previste nei Dpef</i>  | 96         |
| <b>7. Monitoraggio delle operazioni di privatizzazione attraverso le relazioni al Parlamento</b>  | <b>101</b> |
| 7.1 <i>Ricavi ed oneri delle operazioni di privatizzazione risultanti dalle Relazioni al Parlamento</i>   | 101        |
| 7.2 <i>L'evoluzione delle partecipazioni del MEF dal 1992</i>   | 139        |
| 7.3 <i>I contenuti delle Relazioni al Parlamento</i>  | 147        |
| 7.4 <i>L'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa</i>  | 155        |
| 7.5 <i>Italia Lavoro</i>  | 162        |
| <b>8. Verifica dei risultati finanziari del processo di privatizzazione attraverso il monitoraggio del Fondo Ammortamento dei Titoli di Stato</b> | <b>170</b> |
| <b>9. Valutazione dell'impatto delle privatizzazioni</b>  | <b>182</b> |
| 9.1 <i>Gli effetti sulla performance delle imprese</i>  | 185        |

|           |  |            |
|-----------|--|------------|
| 9.2       | <i>Gli effetti sulle tariffe: il caso delle utilities</i>  | 193        |
| 9.3       | <i>Gli effetti sulla finanza pubblica</i>  | 197        |
| 9.4       | <i>L'impatto sul mercato finanziario</i>   | 202        |
| <b>10</b> | <b>Considerazioni conclusive</b>   | <b>211</b> |
| 10.1      | <i>Dimensioni quantitative e rilevanza istituzionale del processo di privatizzazione</i>           | 211        |
| 10.2      | <i>La crisi del modello delle partecipazioni statali e l'avvio del processo di privatizzazione</i> | 212        |
| 10.3      | <i>Gli obiettivi strategici della politica delle privatizzazioni</i>                               | 213        |
| 10.4      | <i>Risultati d'impatto sul sistema produttivo e sul benessere dei consumatori</i>                  | 217        |
| 10.5      | <i>Gli effetti sulla finanza pubblica e sul sistema finanziario</i>                                | 218        |
| 10.6      | <i>Regolarità e trasparenza amministrativo-contabile</i>   | 219        |
| 10.7      | <i>Principali linee d'intervento per il futuro</i>   | 222        |

## APPENDICI

|             |   |            |
|-------------|---|------------|
| <b>I.</b>   | <b>Quadro normativo delle privatizzazioni</b>   | <b>224</b> |
| <b>II.</b>  | <b>Le procedure di dismissione</b>  | <b>244</b> |
| <b>III.</b> | <b>Le tappe della privatizzazione bancaria</b>  | <b>279</b> |
| <b>IV.</b>  | <b>Privatizzazioni e liberalizzazioni nella valutazione delle Autorità Indipendenti</b> | <b>284</b> |

## ALLEGATI

|                                  |            |
|----------------------------------|------------|
| <b>Allegato 1 - Bibliografia</b> | <b>290</b> |
| <b>Allegato 2 - Glossario</b>    | <b>292</b> |

## INDICE DELLE TABELLE

|       |  |     |
|-------|--|-----|
| N. 1  | Le maggiori privatizzazioni italiane (1985-2007)   | 24  |
| N. 2  | Le privatizzazioni nei paesi OCSE (escludendo Italia), 1977-I semestre 2007                                    | 28  |
| N. 3  | La Protezione dell'Investitore nel Mondo   | 47  |
| N. 4  | Proprietà pubblica nelle banche (% media)  | 51  |
| N. 5  | L'evoluzione del ROE nelle 5 maggiori banche dei principali Paesi  | 53  |
| N. 6  | <i>Underpricing</i> e <i>Over-subscription</i> nelle principali offerte pubbliche italiane                     | 59  |
| N. 7  | <i>L'Underpricing</i> nelle OPV a Prezzo fisso   | 60  |
| N. 8  | Allocazione delle azioni nelle principali offerte pubbliche italiane   | 64  |
| N. 9  | Privatizzazioni in % del PIL   | 72  |
| N. 10 | Obiettivi generali e specifici esplicitati nei Dpef con riferimento ai processi di privatizzazione (1990-2009) | 89  |
| N. 11 | Verifica della realizzazione degli obiettivi quantitativi o specifici di privatizzazione esplicitati nei Dpef  | 97  |
| N. 12 | Peso delle privatizzazioni sul PIL   | 100 |
| N. 13 | Riepilogo processo privatizzazioni   | 104 |
| N. 14 | Capitoli 4055 e 4056: versamenti totali  | 106 |
| N. 15 | Sintesi dei movimenti avvenuti sul capitolo 4056   | 107 |
| N. 16 | Operazioni effettuate dal MEF: oneri pagati successivamente  | 109 |
| N. 17 | Pagato totale  | 110 |
| N. 18 | Sintesi delle operazioni effettuate dal MEF al 31 ottobre 2008   | 111 |

|       |   |     |
|-------|---|-----|
| N. 19 | Operazioni del MEF: confronto dati Tesoro e Bilancio Stato  | 112 |
| N. 20 | Riepilogo delle privatizzazioni effettuate dal Gruppo IRI dal luglio '92 al 30/11/2002  | 117 |
| N. 21 | Riepilogo ricavi e oneri  | 118 |
| N. 22 | Privatizzazioni effettuate dal MEF al 31 ottobre 2008   | 121 |
| N. 23 | Privatizzazioni effettuate da IRI S.p.A. e da Fintecna S.p.A. al 31 ottobre 2008  | 126 |
| N. 24 | Privatizzazioni effettuate da ENI S.p.A. al 31 ottobre 2008   | 129 |
| N. 25 | Riepilogo delle privatizzazioni effettuate dalle finanziarie dal Gruppo IRI dal luglio 1992 al 30 novembre 2002   | 130 |
| N. 26 | Riepilogo delle privatizzazioni effettuate dal Gruppo Fintecna  | 131 |
| N. 27 | Dismissioni effettuate dal Gruppo ENI dal luglio 1992 al 31 dicembre 1998   | 132 |
| N. 28 | Dettagli su OPV 2001-2005   | 133 |
| N. 29 | Dettagli su ABB e BD 2001-2005  | 134 |
| N. 30 | Riepilogo azioni assegnate con la <i>bonus share</i> nelle procedure condotte dal MEF   | 136 |
| N. 31 | Dividendi IRI/ Fintecna: <i>distribuzione</i> agli azionisti  | 138 |
| N. 32 | Somma da destinare all'ammortamento dei titoli di Stato   | 171 |
| N. 33 | Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato prospetto delle entrate che transitano in bilancio (1994-2001)   | 173 |
| N. 34 | Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato prospetto delle entrate che transitano in bilancio (2002-2007)   | 175 |
| N. 35 | Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato versamenti da privatizzazioni effettuati nell'anno successivo a quello dell'operazione - Gestioni dal 1994 al 2007 | 179 |
| N. 36 | Privatizzazioni MEF: proventi, risparmio interessi passivi e entrate FATS   | 181 |
| N. 37 | Le Partecipazioni Statali nelle maggiori Imprese Privatizzate, 2007   | 184 |
| N. 38 | L'impatto delle privatizzazioni sui mercati finanziari  | 203 |
| N. 39 | La distribuzione delle azioni italiane per tipo di investitore  | 204 |
| N. 40 | La distribuzione del debito pubblico per tipo di investitore  | 205 |

## INDICE DELLE FIGURE

|       |  |     |
|-------|--|-----|
| N. 1  | La dimensione del settore delle partecipazioni statali (PS) in Europa                      | 15  |
| N. 2  | Le strutture di controllo del settore delle partecipazioni statali, 1992                   | 16  |
| N. 3  | Il Portafoglio del Ministero delle Partecipazioni Statali, 1991                            | 17  |
| N. 4  | La galassia IRI, 1992  | 21  |
| N. 5  | Privatizzazioni in Italia: Proventi e Transazioni 1985 - 2007                              | 34  |
| N. 6  | Privatizzazioni nei paesi OCSE (esclusa Italia): Proventi e Transazioni 1977 - I sem. 2007 | 34  |
| N. 7  | Proventi da Privatizzazioni in Italia e nel Mondo (1977 - 2007)                            | 31  |
| N. 8  | La qualità degli impieghi bancari in Italia (1996 - 2002)                                  | 54  |
| N. 9  | <i>I Credit Default Swap</i>   | 54  |
| N. 10 | OPV - Numero di richiedenti per operazione   | 60  |
| N. 11 | Margine Operativo Lordo/Ricavi delle società partecipate dallo Stato (SP)                  | 187 |
| N. 12 | Utile per Addetto delle società partecipate dallo Stato                                    | 188 |
| N. 13 | Costo del Lavoro/Ricavi delle società partecipate dallo Stato                              | 188 |
| N. 14 | Debito/Attivo Totale delle società partecipate dallo Stato                                 | 189 |

|       |  |     |
|-------|--|-----|
| N. 15 | Margine Operativo Lordo/Ricavi delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue  | 189 |
| N. 16 | Utile per Addetto delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue   | 190 |
| N. 17 | Costo del Lavoro/Ricavi delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue   | 190 |
| N. 18 | Debito/Attivo Totale delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue  | 191 |
| N. 19 | Margine Operativo Lordo/Ricavi delle società partecipate dallo Stato   | 191 |
| N. 20 | Utile per Addetto delle società partecipate dallo Stato  | 192 |
| N. 21 | Costo del Lavoro/Ricavi delle società partecipate dallo Stato  | 192 |
| N. 22 | Debito/Attivo Totale delle società partecipate dallo Stato   | 193 |
| N. 23 | Leverage (1987 - 2004)   | 195 |
| N. 24 | R.O.S. - Margine operativo netto/Fatturato   | 196 |
| N. 25 | Indici dei Prezzi dei Servizi Regolamentati (ISTAT, 1975=100)  | 196 |
| N. 26 | Il contributo delle privatizzazioni alla riduzione del rapporto debito pubblico/Pil nel periodo 1992-2004 e nel periodo 2005-2008 (previsione) | 199 |
| N. 27 | Risparmio per interessi nel periodo 1992-2004 e nel periodo 2005-2008 (previsione)   | 200 |
| N. 28 | Andamento debito pubblico/Pil nel periodo 1992-2004 e nel periodo 2005-2008 (previsione)   | 201 |
| N. 29 | Il mercato di borsa italiano 1975 - 2007   | 206 |
| N. 30 | Società quotate sul mercato italiano 1975 - 2007   | 206 |
| N. 31 | Volume degli scambi azionari e velocità di turnover 1975 - 2007  | 207 |
| N. 32 | Volumi di Azioni Scambiate sulle Imprese Privatizzate  | 207 |
| N. 33 | La Capitalizzazione delle Società Privatizzate   | 208 |
| N. 34 | La Privatizzazione e la Liquidità del Mercato Italiano (1993 - 2000)   | 208 |
| N. 35 | Il fenomeno dell' <i>Equity Shift</i> , 1992 - 2000  | 209 |
| N. 36 | Allocazione di Portafoglio degli Investitori Istituzionali, 1999   | 210 |

## INDICE DEI PROSPETTI

|   |  |     |
|---|--|-----|
| A | Operazioni effettuate dal Tesoro: n. ruoli ricoperti dalle Società nelle operazioni per anno | 85  |
| B | MEF: Società direttamente partecipate al 31 dicembre 2008                                    | 144 |
| C | Principali Società entrate nel portafoglio del MEF dal 1992                                  | 145 |
| D | Principali società uscite dal portafoglio del MEF dal 1992                                   | 146 |
| E | Individuazione delle procedure di dismissione  | 246 |
| F | Offerta pubblica di vendita  | 247 |
| G | Trattativa diretta   | 248 |
| H | Privatizzazioni del MEF  | 251 |
| I | Privatizzazioni di FINTECNA SpA  | 266 |
| L | Privatizzazioni di ENI SpA   | 268 |
| M | Privatizzazioni effettuate dal MEF   | 271 |
| N | Privatizzazioni effettuate dall'IRI dalla data di trasformazione in S.p.A.                   | 276 |
| O | Privatizzazioni effettuate da Fintecna S.p.A.  | 278 |
| P | Privatizzazioni effettuate da ENI S.p.A  | 278 |

## Sintesi

Il contributo al PIL delle imprese partecipate dell'amministrazione centrale è oggi pari al 4,7%, rispetto al 18% circa del 1991.

Sulla base dei dati forniti dal Dipartimento del Tesoro, considerando come punto di partenza del programma di privatizzazioni la delibera CIPE del 30 dicembre 1992, le 93 operazioni di dismissione realizzate fino ad oggi hanno generato introiti per 119 miliardi. Alle 114 operazioni censite dal *Barometro delle privatizzazioni* (BP) per il periodo 1985-2007, escludendo quelle di importo superiore a 80 milioni (ma considerando anche la dismissione di alcuni immobili – Torri del demanio dell'EUR – e delle società elettriche locali), corrispondono, invece, proventi pari a 152 miliardi. In entrambi i casi l'Italia si pone al secondo posto, dopo il Giappone, nella classifica globale per proventi. Molto meno favorevole, tuttavia, risulterebbe la collocazione in graduatoria escludendo i proventi riferibili alla semplice dismissione di quote ed alle operazioni di mera "societarizzazione", senza l'effettivo trasferimento del controllo a soggetti privati. Le cessioni di partecipazioni hanno in ogni caso avuto innegabili positivi effetti positivi, sia sulla finanza pubblica, contribuendo al risparmio di oltre 38 miliardi sugli interessi sul debito, sia sul mercato finanziario, inducendo un rilevante e strutturale *equity shift* e generando valore nelle imprese privatizzate.

Anche solo questi pochi dati finanziari consentono di apprezzare la portata storica del processo di privatizzazione italiano. Ma la realizzazione di un processo di privatizzazioni così ambizioso ha anche richiesto una serie articolata di interventi di riforma strutturale che hanno toccato la sfera delle procedure, della regolamentazione e della *corporate governance*. Questo "capitale istituzionale", largamente intangibile, è forse uno dei contributi più importanti del processo di privatizzazione in Italia.

La persistente fluidità della situazione dei mercati finanziari e dell'economia nel momento in cui si scrive non consente una valutazione conclusiva degli effetti del primo grande ciclo di privatizzazioni da poco concluso sul sistema economico italiano. I dati disponibili consentono comunque di fornire un quadro sull'evoluzione delle *performance* operative e finanziarie delle società privatizzate, delle tariffe dei servizi di interesse generale tipicamente erogate da *utilities* quotate, dei principali aggregati di finanza pubblica e sui principali indicatori del mercato finanziario.

L'esame delle modalità con cui il processo di privatizzazione si è svolto evidenzia una serie di importanti criticità, che vanno dall'elevato livello dei costi sostenuti e dal loro incerto monitoraggio alla scarsa trasparenza connaturata ad alcune delle procedure utilizzate in una serie di operazioni, dalla scarsa chiarezza del quadro della ripartizione delle responsabilità fra amministrazione, *contractors* ed organismi di consulenza al non sempre immediato impiego dei proventi nella riduzione del debito.

La valutazione degli aspetti più specificamente legati alla regolarità ed alla trasparenza amministrativo-contabile è stata condizionata dall'ampiezza del periodo considerato e dalla disponibilità solo parziale delle informazioni necessarie.

Le strutture amministrative si sono venute con il tempo meglio organizzando per svolgere complesse funzioni che nella prima fase sono state prevalentemente delegate ad organi di consulenza ed a *contractors* esterni. Con tutti i rischi che ciò ha comportato in termini di potenziali conflitti d'interesse, oltre che di rilevanza degli oneri sostenuti (ufficialmente calcolabili in circa 2,2 miliardi). Nel caso degli oneri, peraltro, sono state rilevate anche significative e

non compiutamente spiegate incongruenze nelle contabilizzazioni. I versamenti al Fondo Ammortamento dei Titoli di Stato sono spesso avvenuti con notevoli ritardi, consentendone un temporaneo utilizzo per soddisfare esigenze di liquidità del Tesoro, oltre che per ottimizzare la gestione operativa del debito.

Nonostante le importanti criticità ed i rilievi emersi, si può affermare che il processo di privatizzazione italiano abbia nel complesso sostanzialmente conseguito gli obiettivi di lungo termine previsti nei primi documenti ufficiali, generando valore nelle ex imprese pubbliche, contribuendo a risanare le finanze pubbliche, a sviluppare il sistema finanziario nazionale e ad ammodernare lo Stato. Per quanto riguarda le *utilities*, c'è tuttavia da osservare che l'aumento della profittabilità delle imprese regolate è in larga parte dovuto, più che a recuperi di efficienza sul lato dei costi, all'aumento delle tariffe che, infatti, risultano notevolmente più elevate di quelle richieste agli utenti degli altri paesi europei, senza che i dati disponibili forniscano conclusioni univoche sulla effettiva funzionalità di tali aumenti alla promozione delle politiche di investimento delle società privatizzate. Considerazioni analoghe possono valere anche per ciò che attiene agli effetti sul livello sia delle tariffe autostradali, sia degli oneri che il sistema bancario pone a carico della clientela, tutt'oggi sistematicamente e considerevolmente più elevato di quello riscontrato nella maggior parte degli altri paesi europei.

Per altro verso, anche in ragione della fase di grande incertezza che stiamo attraversando sul piano economico-finanziario globale, nelle decisioni relative alla presenza dello Stato nell'economia va oggi constatata la tendenza alla rinuncia a definire una strategia aggiornata di medio termine e con essa di superamento delle incertezze e delle contraddizioni che si sono manifestate negli ultimi anni. A seri rilievi si presta, in particolare, il modo in cui si cerca di mantenere la presenza pubblica nei settori strategici, facendo leva su un ruolo in continua evoluzione di Cassa Depositi e Prestiti e di Fintecna, ma anche il percorso di attuazione della confermata privatizzazione di Tirrenia e Fincantieri ed i tentativi di risanamento di Sviluppo Italia e di Italia Lavoro, che rischiano di concludersi, nel breve termine, con il trasferimento della proprietà ad altri soggetti pubblici, e nel medio-lungo termine, come nel caso di Alitalia, con soluzioni tanto finanziariamente costose per la collettività quanto incerte in termini di prospettive strategiche.

Preoccupazioni suscita, d'altro canto, anche l'emergere di tendenze ad un parallelo processo di estensione del settore pubblico dell'economia, sia con il forzato ricorso alla "societarizzazione" di funzioni amministrative, sia attraverso i più tradizionali percorsi, anch'essi patologici e distorsivi, da una parte, della pubblicizzazione di aziende private - che comporta l'internalizzazione di attività di produzione che sarebbe stato più economico procurarsi sul mercato competitivo - e, dall'altra, della riproposizione di nuovi o rimaneggiati organismi pubblici - ai quali, in una perdurante logica assistenzialistica, e nonostante i pur significativi sforzi di risanamento compiuti, restano sostanzialmente e troppo spesso affidati, direttamente o indirettamente, compiti di artificiosa difesa o creazione di attività quasi sempre fuori mercato.

## **1. Premessa: obiettivi e oggetto dell'indagine**

Il referto tenta una valutazione del processo di privatizzazioni che ha avuto luogo in Italia, esaminandone modalità ed effetti sul piano economico e finanziario. Nel momento in cui si scrive, l'economia globale sta vivendo i postumi di una delle crisi strutturali più profonde dell'ultimo secolo, e questo non consente di giungere a conclusioni definitive sugli effetti di politiche che sono oggi oggetto di discussione e di rivisitazione. A seguito della crisi, si è, infatti, assistito a forti spinte per un ritorno del capitalismo di stato anche in sistemi capitalistici evoluti, con nazionalizzazioni, ricapitalizzazioni ed interventi che stanno nuovamente ampliando la sfera dell'intervento pubblico nell'economia.

Il referto si concentra su alcuni risultati consolidati del programma di privatizzazioni, ripercorrendo una sintesi della sua storia, delle sue modalità, degli interventi legislativi e regolamentari che lo hanno accompagnato, degli obiettivi perseguiti, dei risultati finanziari conseguiti e degli oneri sostenuti, concludendo con una valutazione dei suoi principali effetti per le imprese, per i consumatori, per i contribuenti e per il sistema finanziario italiano.

Oggetto dell'indagine sono state le operazioni di privatizzazione condotte in Italia successivamente alla delibera CIPE del 30 dicembre 1992. Ai soli fini delle valutazioni di lungo periodo dal punto di vista degli effetti di carattere macro, sono state considerate le operazioni relative al periodo 1985-2007, articolate in fasi successive, utilizzando a tal fine informazioni pubblicamente disponibili grazie al *Barometro delle privatizzazioni* della Fondazione Mattei.

Nella tavola che segue si riporta il quadro sintetico del numero delle operazioni considerate e dei relativi proventi finanziari lordi con riguardo alle due diverse fonti, rappresentate dal Dipartimento del Tesoro e dal *Barometro delle privatizzazioni* (PB), distinguendo fra cinque successive fasi (*panel*): preliminare, lancio, accelerazione, consolidamento e declino.

I dati di fonte MEF esposti sono limitati alle sole operazioni dello stesso Tesoro, dell'IRI/Fintecna e dell'Eni, al netto di quelle di 2° livello riconducibili alla privatizzazione di società controllate dalle Capogruppo, operazioni per le quali sono disponibili solo dati aggregati e non analitici.

**Le privatizzazioni in Italia - 1985-2007** (in milioni)

| Fasi   | MEF (giugno 2009) |               | PB (giugno 2009)  |               |
|--|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
|  | Valore            | N. operazioni | Valore            | N. operazioni |
| Panel A. Lo Stadio preliminare (1985 - 1991)       |                   |               | 4.441,17          | 12            |
| Panel B. Il lancio (1992 - 1995) (1)               | 13.878,51         | 19            | 16.128,77         | 25            |
| di cui MEF   | 7.862,82          |               |                   |               |
| di cui IRI   | 5.654,69          |               |                   |               |
| di cui ENI   | 361,00            |               |                   |               |
| Panel C. L'accelerazione (1996 - 2000)             | 71.820,40         | 37            | 79.209,95         | 40            |
| di cui MEF   | 55.579,13         |               |                   |               |
| di cui IRI   | 15.498,77         |               |                   |               |
| di cui ENI   | 742,50            |               |                   |               |
| Panel D. Lo Stadio di consolidamento (2001 - 2005) | 33.333,08         | 35            | 50.027,12         | 32            |
| di cui MEF   | 32.793,19         |               |                   |               |
| di cui IRI /FINTECNA                               | 539,89            |               |                   |               |
| Panel E. Il Declino (2006 - 2008)                  | 33,97             | 2             | 2.314,29          | 5             |
| di cui MEF   | 16,97             |               |                   |               |
| di cui IRI /FINTECNA                               | 17,00             |               |                   |               |
| <b>Totale</b>                                      | <b>119.065,96</b> | <b>93</b>     | <b>152.121,30</b> | <b>114</b>    |

Fonte: MEF e Privatization Barometer (PB).

Per una corretta lettura va preliminarmente tenuto presente che, essendo i dati del PB aggregati nelle suddette cinque fasi storiche (cfr cap. 3), si è provveduto a raggruppare anche i dati del Tesoro per gli stessi anni a partire dal 1993. In proposito il Tesoro ha specificato che:

1. l'obbligo per il MEF di rilevare le privatizzazioni nasce con la L. 474/1994 e, peraltro, il MEF non ha effettuato alcuna operazione prima del 1994;
2. per IRI ed ENI sono stati forniti anche i dati relativi al 1993, in ossequio alla convenzione di considerare punto di partenza del programma di privatizzazioni italiane la Delibera CIPE del 30 dicembre 1992.

Va altresì tenuto presente che i dati del PB si riferiscono, da un lato, alle sole operazioni con proventi superiori agli 80 milioni di euro, e, dall'altro, ad un insieme più esteso, comprendente, oltre alla privatizzazione di partecipazioni pubbliche, anche alcune dismissioni immobiliari (per esempio le *Torri dell'Eur* del Demanio) e le operazioni riferite alle società facenti capo ad Enti locali, come le aziende elettriche. E', infine, da rilevare che vengono messe in chiaro operazioni che, invece, nei dati di fonte Tesoro sono aggregate tra le operazioni di 2° livello effettuate dalle finanziarie dei Gruppi IRI/Fintecna ed Eni.<sup>1</sup>

Pertanto per poter operare il confronto tra le due serie di dati, si devono escludere dai dati MEF le operazioni inferiori agli 80 milioni, e da PB quelle rientranti nella prima fase - *lo stadio preliminare*, in quanto non rilevate dal Tesoro,

<sup>1</sup> Aggiungendo alle 114 cessioni rilevate da PB quelle inferiori ad 80 milioni - che secondo lo stesso PB sarebbero anch'esse in numero di 93 (senza distinzione tra transazioni di 1° e 2° livello) - le operazioni complessivamente realizzate nel periodo 1985 - 2008 sarebbero 207, per circa 156 miliardi di euro (importo superiore di appena 4 miliardi a quello relativo alle sole cessioni superiori ad 80 milioni).

nonché quelle riferite all'ultima fase – *il declino*, in quanto si tratta di 5 operazioni presenti solo in PB, per complessivi 2.314 milioni (secondo il Tesoro sono operazioni di 2° livello, o effettuate da azionisti pubblici diversi da MEF, IRI, ENI).

|   | MEF                 |               | PB                  |               |
|---|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
|   | Valore (in milioni) | N. operazioni | Valore (in milioni) | N. operazioni |
| <b>Totale</b>                             | <b>119.065,49</b>   | <b>93</b>     | <b>152.121,30</b>   | <b>114</b>    |
| Operazioni considerate dal MEF<80 milioni | 843,91              | 32            |                     |               |
| (1) MEF senza<80 milioni                  | 118.221,58          | 61            |                     |               |
| (2) PB senza Panel A ed E                 |                     |               | 145.365,84          | 97            |
| <b>differenze (1)-(2)</b>                 | <b>-27.144,26</b>   | <b>-36</b>    |                     |               |

Con queste correzioni il divario tra le due fonti ammonterebbe dal punto di vista dei dati MEF a -36 operazioni per circa -27 miliardi di proventi.

Tuttavia le differenze individuate non sono del tutto significative, non essendo possibile un confronto analitico, trattandosi, come già accennato, **di dati parzialmente diversi**. Infatti, mentre i dati di PB sono riferiti "in chiaro" a ciascuna delle operazioni prese in esame (al di sopra della soglia di 80 milioni), in quelli del Tesoro viene esposto "in chiaro" l'insieme delle operazioni effettuate dal Tesoro stesso a partire dal 1994, e dalle Capogruppo IRI/Fintecna ed ENI dal 1993, mentre vengono aggregate le operazioni definite di 2° livello effettuate dai Gruppi IRI/Fintecna ed Eni.

In particolare per ciascuna delle fasi si rileva:

- **Panel B:** le operazioni "in chiaro" non presenti negli elenchi del MEF secondo il Tesoro riguardano cessioni nell'ambito delle operazioni di 2° livello dell'IRI, di cui cinque, comunque, effettuate entro il 1992;
- **Panel C:** anche in questo caso si tratta di cessioni nell'ambito delle operazioni di 2° livello dell'IRI. Tra queste, per PB è presente una delle cessioni relative alla Banca di Roma per 1.030 milioni effettuata nel 1999 e non rilevabile nei dati del Tesoro, al contrario di altre riferite allo stesso istituto di credito. Inoltre c'è un piccolo disallineamento per l'operazione di Telecom 1 (1997), indicata per 11.871 milioni a fronte degli 11.818 del Tesoro (+54 milioni). Infine ci sono operazioni di interesse locale: AEM di Milano, ACEA, Aeroporti di Roma, AEM di Torino, effettuate come evidenzia il Tesoro, da azionisti pubblici diversi da MEF, IRI, ENI;
- **Panel D:** anche per questo periodo sono presenti nei dati del PB operazioni di interesse locale (Acegas, ENEL – rete di Roma, Fiera di Milano, Siciliacque, AEM Milano, Aeroporto di Venezia). Inoltre: Lottomatica, per la quale il Tesoro<sup>2</sup> ha scritto che "l'operazione è stata effettuata da un azionista pubblico diverso da MEF, IRI o ENI"; Elettrogen (ENEL) per 3.570 milioni; SNAM RETE GAS 1 per 1.915 milioni; Terna 1 per 1.652 milioni e Terna 2 per 592 milioni; New Real (ENEL) per 1.376 milioni; STMicron Electronics per 1.160 milioni e Wind Telecomunicazioni per 12.059 milioni. Per il Tesoro si tratterebbe di "operazioni di 2° livello non rilevate nelle Relazioni al Parlamento". Da evidenziare che in questa fase – *lo stadio di consolidamento* – è il PB a non prendere in

<sup>2</sup> In una nota inviata nel giugno 2009.

considerazione le operazioni ENEL, ENI e Poste Italiane del 2003, non considerandole vere e proprie privatizzazioni.

Come si vede, nessuna delle due serie di dati, singolarmente presa, può essere assunta come base informativa completa. E' comunque censurabile l'approccio dell'Amministrazione di volersi rifare a motivazioni formali di incerta validità per escludere dal bilancio del processo di privatizzazione operazioni di indubbio rilievo finanziario ed industriale.

Per quanto riguarda gli effetti, secondo le stime del Tesoro le cessioni direttamente riconducibili all'Amministrazione (per un importo pari, come si è visto, a 119 miliardi) avrebbero reso possibile un risparmio sugli interessi passivi sul debito complessivamente pari a 38,2 miliardi (40 miliardi secondo la metodologia di calcolo utilizzata nel capitolo 9 sulla base dei dati del PB).

Per gli ex enti di gestione sarebbero state contabilizzate *risorse reperite* (somma dell'*indebitamento finanziario netto trasferito* e del *controvalore cessioni*) per complessivi 44,5 miliardi dalle operazioni effettuate dai tre Gruppi IRI, Fintecna ed ENI, comprensive di quelle di 2° livello riconducibili alle società finanziarie e controllate dalle Società capogruppo, tra le quali, tuttavia, nei dati forniti dal Tesoro sono presenti, anche se marginalmente, le cessioni di quote minoritarie e di immobili/cespiti.

## 2. Il contesto storico del lancio della strategia di privatizzazione

### 2.1. La crisi del sistema delle partecipazioni statali nel contesto della crisi economico finanziaria dei primi anni '90

L'Italia ha una lunga tradizione di intervento dello Stato nell'economia. Storicamente il cuore del sistema delle Partecipazioni Statali (PS) è rappresentato dall'IRI che fu istituito nel 1933 con l'intento di soccorrere alcune delle maggiori banche e imprese italiane duramente colpite dalla crisi del '29. L'IRI allargò il suo raggio di attività durante il periodo della ricostruzione industriale del secondo dopoguerra, proseguendo poi ad espandersi negli anni '70 e '80. Alla fine degli anni '80, le partecipazioni pubbliche abbracciavano tutti i rami dell'attività economica, ed erano presenti specialmente nei settori delle infrastrutture, delle *utilities*, degli idrocarburi, dell'acciaio, del manifatturiero, oltre che nel settore bancario e assicurativo. Nel 1991, 12 su 20 delle più grandi società per fatturato e un terzo delle prime 50 società erano in mano esclusivamente pubblica. L'Italia risultava essere al primo posto in Europa in termini di contributo al valore aggiunto, all'occupazione ed agli investimenti del settore delle PS (Figura 1). Il sistema delle banche pubbliche giocava un ruolo fondamentale, rappresentando circa il 70% del valore totale dei depositi e degli impieghi bancari in Italia<sup>3</sup>.

La struttura di controllo delle PS era estremamente complessa, poiché caratterizzata dalla presenza di diversi enti ed organismi della pubblica amministrazione: (i) le *holding* statali; (ii) le società di interesse pubblico (iii) i ministeri e i governi locali (Figure 2 e 3). Fino al 1992, la maggior parte dei cespiti era posseduta da tre grandi *holding*: IRI, ENI (Ente Nazionale Idrocarburi) e EFIM (Ente Partecipazioni e Finanziamento Industrie Manifatturiere), che operavano sotto il diretto controllo del Ministero delle Partecipazioni Statali. L'IRI era un conglomerato con un portafoglio di imprese altamente diversificato, che spaziava dal settore industriale a quello finanziario. ENI, invece, era maggiormente focalizzato sul settore degli idrocarburi ed EFIM sui settori della difesa, dei trasporti e dell'alluminio. Per quanto riguarda, invece, le società di interesse pubblico, le più rilevanti dal punto di vista economico erano sicuramente l'Ente Nazionale per l'Energia Elettrica (ENEL) e due istituzioni finanziarie: l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI) e la Banca Nazionale del Lavoro (BNL). Le più grandi società controllate direttamente dai Ministeri erano invece le Ferrovie dello Stato (FS), operante come monopolista del settore, l'Azienda autonoma delle poste e delle telecomunicazioni, facente capo all'ex Ministero delle Poste e Telecomunicazioni e l'Azienda Autonoma Monopoli di Stato, facente capo all'allora Ministero delle finanze.

La grande maggioranza delle PS erano soggette a forme diverse di controllo amministrativo e ad interferenze politiche a diversi livelli. Il potere decisionale nelle imprese era molto disperso e attribuito ad una molteplicità di soggetti - formalmente, al Ministero delle Partecipazioni Statali ed a comitati inter-ministeriali (CIPE); informalmente, a Commissioni parlamentari, rappresentanti politici in generale, sindacati. L'indipendenza del *management* risultava sicuramente limitata per quel che riguardava le decisioni strategiche di medio e lungo termine, ma anche la stessa gestione corrente. Anche la scelta dei manager avveniva, peraltro, secondo criteri che spesso privilegiavano la fedeltà politica e la disponibilità ad assecondare il soddisfacimento di istanze assistenziali e clientelari. Ciò non sorprende poiché, in tale contesto, con alcune eccezioni, le

---

<sup>3</sup> Inzerillo e Missori, 2002.

PS erano concepite più come strumenti di politica sociale e meno come aziende orientate all'efficienza ed alla profittabilità<sup>4</sup>.

Le performance finanziarie e operative di queste società - peraltro di difficile misurazione per il concorrere dei c.d. oneri impropri, da un lato, e della ricorrente erogazione di aumenti dei fondi di dotazione, dall'altro - erano generalmente inferiori rispetto a quelle delle imprese private. La *performance* relativa al settore delle PS cominciò a peggiorare alla fine degli anni '80 ed ebbe un calo drastico all'inizio degli anni '90. Alla fine del 1991 il fatturato aggregato dei maggiori gruppi, quali IRI, ENI ed ENEL, era pari a poco meno di 81 miliardi di euro, con un utile netto per contro inferiore ai 516 milioni di euro, comprendendo le quote d'interesse di terzi. Il bilancio consolidato del gruppo IRI riportava in quello stesso anno una perdita di 191 milioni di euro. Il totale dei debiti finanziari lordi ammontava ad oltre 59 miliardi, a fronte di un patrimonio netto di poco superiore a 38 miliardi<sup>5</sup>. Sempre nel 1991, la posizione finanziaria netta di EFIM, singolarmente preso, risultava essere addirittura peggiore dell'insieme del sistema delle partecipazioni statali (PS): un debito di 9 miliardi di euro (1% del PIL) portò al fallimento l'Ente l'anno successivo<sup>6</sup>.

Queste inefficienze a livello microeconomico erano complementari a quelle rapidamente diffuse anche a livello macroeconomico. Le finanze pubbliche, infatti, si deteriorarono progressivamente durante gli anni '80 anche a causa degli ingenti trasferimenti alle imprese pubbliche. Nel 1992, il debito pubblico superò il PIL, sotto la pressione di un indebitamento crescente e in media superiore al 10% del PIL. Nello stesso periodo, il servizio del debito diventò progressivamente più costoso anche a causa dell'aumento dei tassi di interesse e del loro differenziale rispetto a quello degli altri paesi (specialmente se paragonati ai titoli di Stato tedeschi) e del rischio di insolvenza a livello paese.

Durante quel periodo l'Italia stava vivendo una delle peggiori crisi economiche, istituzionali e politiche del dopoguerra, anche a seguito dell'emersione di gravi fenomeni di corruzione diffusa ai vari livelli politici e che spesso vedeva al centro degli scandali proprio il sistema delle PS. La grave congiuntura economica e finanziaria, con differenziali nei tassi di rendimento sui nostri titoli pubblici di entità drammatica rispetto ai titoli degli altri principali paesi europei e rispetto al rendimento azionario, e la preoccupante crisi politica sono sicuramente i fattori scatenanti dell'attacco speculativo di metà 1992 alla Lira, che in una sola estate perse il 20% del suo valore rispetto al Marco tedesco.

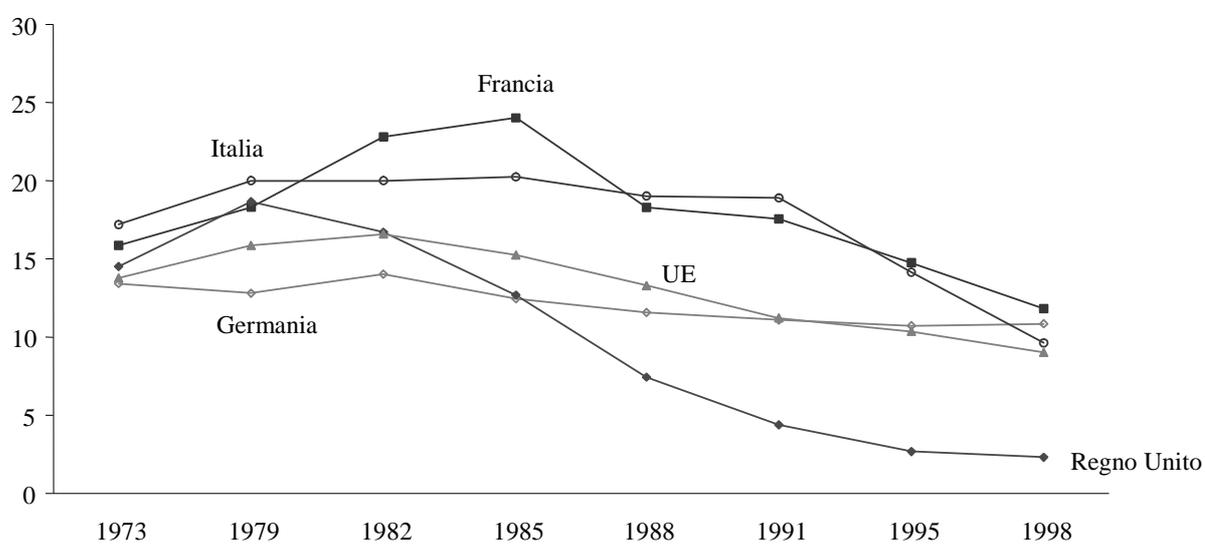
---

<sup>4</sup> Goldstein e Nicoletti, 2003.

<sup>5</sup> Dati convertiti in euro da quelli in lire riportati nel Libro bianco sulle privatizzazioni dell'aprile 2001.

<sup>6</sup> Ministero del Tesoro, 1992.

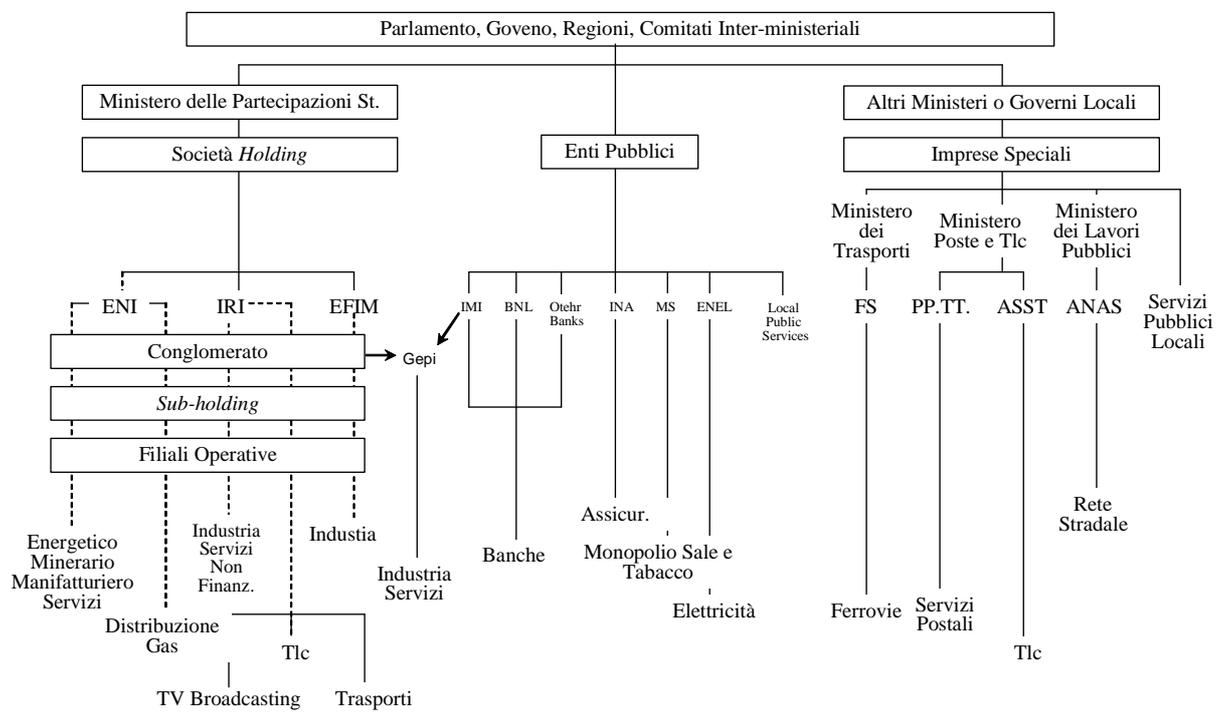
**Figura 1. La dimensione del settore delle partecipazioni statali (PS) in Europa**



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

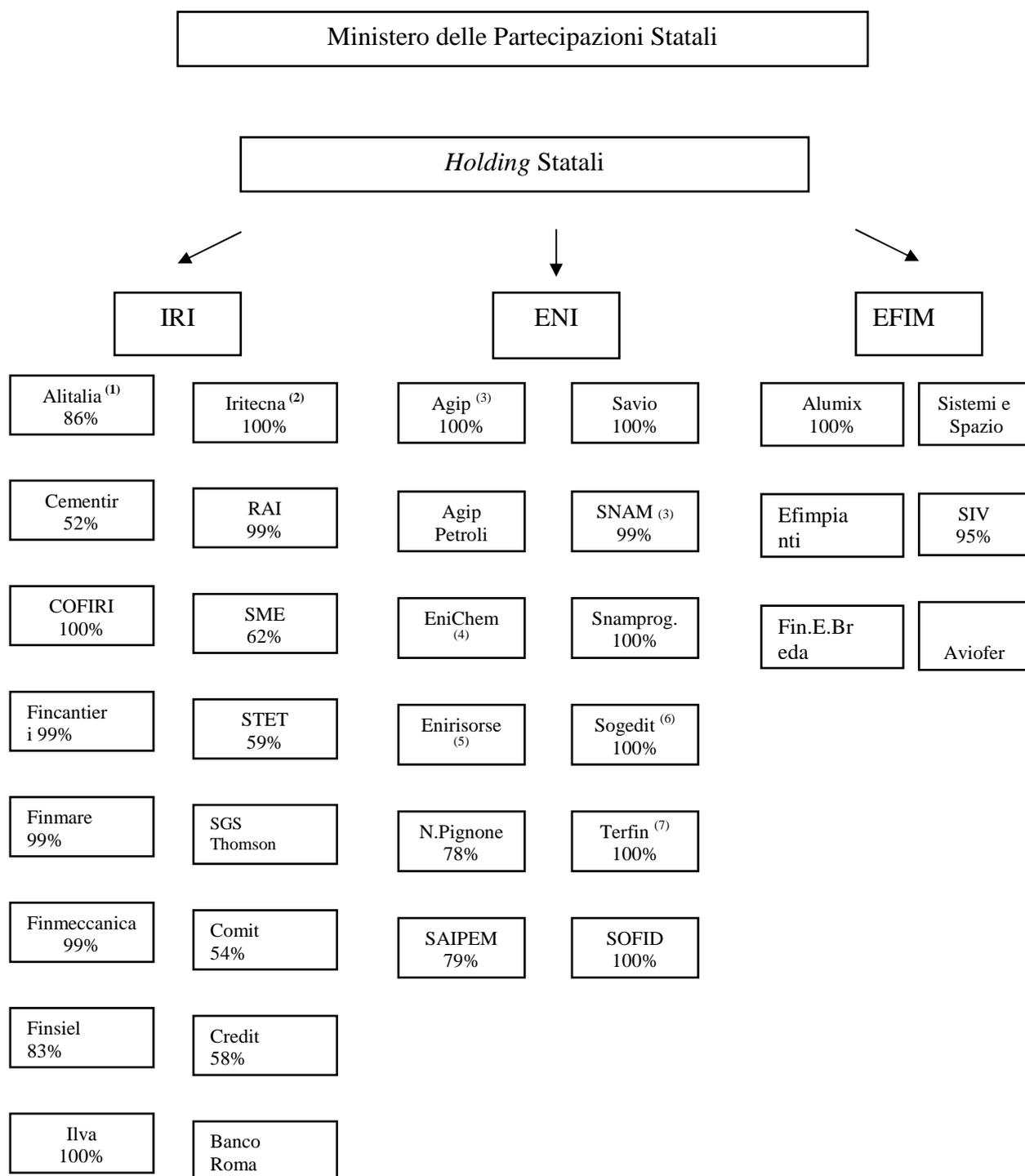
Fonte: CEEP

**Figura 2. Le strutture di controllo del settore delle partecipazioni statali, 1992**



Fonte: Goldstein (1996)

Figura 3. Il Portafoglio del Ministero delle Partecipazioni Statali, 1991



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

Fonte: IRI (2001)

## 2.2. La strategia di privatizzazione come via di uscita dalla crisi

Questo è il contesto in cui il governo dell'epoca decise di lanciare il primo grande programma di privatizzazioni in Italia. Le politiche di privatizzazione furono portate avanti durante tutti gli anni '90 da una serie di coalizioni di governo con il coinvolgimento di funzionari pubblici e di esperti, posto che fu necessario far ricorso anche ad organismi di consulenza economico-finanziaria e di operatori finanziari internazionali (le grandi banche d'affari) direttamente o indirettamente interessati proprio allo sviluppo delle dismissioni. Sebbene i dibattiti politici si infiammassero sui metodi di privatizzazione, l'idea di privatizzare fu raramente messa in discussione. Tutti i governi, indipendentemente dal loro orientamento politico-ideologico, erano consapevoli che le privatizzazioni avrebbero potuto contribuire a conseguire il consolidamento fiscale necessario al raggiungimento dei criteri di convergenza stabiliti dalla Commissione Europea come vincolo d'accesso all'Unione Monetaria Europea. In questo senso, lo *shock* negativo subito dall'economia italiana rese possibile un accordo univoco e un consenso generale sulla politica di stabilizzazione che in normali circostanze avrebbe invece trovato forte opposizione politica.

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

Gli obiettivi principali dichiarati erano i seguenti: (i) potenziare la competitività del sistema produttivo (ii) promuovere lo sviluppo del mercato finanziario (iii) incentivare l'internazionalizzazione delle imprese ed incrementare l'integrazione a livello europeo. Un obiettivo solo formalmente secondario era naturalmente quello di migliorare i conti dello Stato e di arginare il debito pubblico.

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

1. l'immediata privatizzazione formale delle maggiori imprese statali. Questo significava trasformare enti pubblici in società per azioni (operanti quindi secondo le norme del diritto commerciale) e conferirne contestualmente le azioni al Ministero del Tesoro;
2. la soppressione del Ministero delle Partecipazioni Statali e la centralizzazione delle decisioni in materia di privatizzazione nelle mani del Ministero del Tesoro, chiamato, come azionista, ad agire di concerto con l'IRI, che a quel tempo possedeva gran parte delle società da dismettere;
3. un'analisi dettagliata dell'intero settore delle partecipazioni dello Stato, con lo scopo di valutare la profittabilità delle imprese e stilare una classifica in base alle *performance*. In particolare, questo processo di valutazione aveva l'obiettivo di separare le imprese più facilmente vendibili sul mercato da quelle che invece necessitavano di profonda ristrutturazione;
4. la definizione di regole chiare e trasparenti sull'uso dei proventi derivanti dalle dismissioni statali, che avrebbero dovuto essere preferibilmente stanziati per la riduzione del debito pubblico;
5. la definizione di una precisa sequenza temporale nelle vendite, funzionale per il successo del programma di privatizzazione;

6. la preferenza (ove possibile) per l'offerta pubblica di vendita (OPV) – sia sul mercato domestico che estero – per diffondere la proprietà azionaria e promuovere la liquidità del mercato;
7. la definizione di un chiaro quadro istituzionale basato su un'univoca legge per le privatizzazioni che fornisse le regole, le linee guida e le procedure, limitando in questo modo la discrezionalità e la possibile interferenza politica e che, infine, regolasse i monopoli, le reti industriali ed i mercati.

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

Tra queste, la nuova *holding* IRI avrebbe rivestito un'importanza particolare nelle dismissioni poiché deteneva un portafoglio di *asset* molto diversificati. Nel 1992, l'IRI possedeva più di un migliaio di imprese operanti praticamente in ogni settore, da quello industriale a quello bancario, a quello dei servizi (Figura 4). Sebbene vi fossero grosse differenze all'interno del gruppo stesso, le società dell'IRI mostravano tutte un fattore costante: una posizione finanziaria debole e una scarsa performance operativa. Questa debolezza divenne particolarmente evidente nel momento in cui queste imprese ebbero bisogno di nuovi capitali per rimanere attive, capitali che lo Stato non avrebbe potuto erogare senza violare le norme stabilite dalla Commissione Europea sugli aiuti di Stato. In tale contesto, con il progressivo declassamento del *rating* del gruppo IRI, la ristrutturazione del gruppo volta alla privatizzazione divenne improcrastinabile. Il percorso venne avviato da un accordo firmato nel 1993 dal Ministro degli Esteri, Beniamino Andreatta, e il Commissario alla Concorrenza dell'Unione Europea, Karel Van Miert. Secondo tale accordo, il debito del gruppo IRI doveva essere ridimensionato entro la fine del 1996 ad un livello accettabile secondo le regole generali di libero mercato. Il governo italiano avrebbe dovuto poi ridurre le sue partecipazioni nelle società controllate dal gruppo IRI nelle quali risultava quale unico azionista.<sup>7</sup>

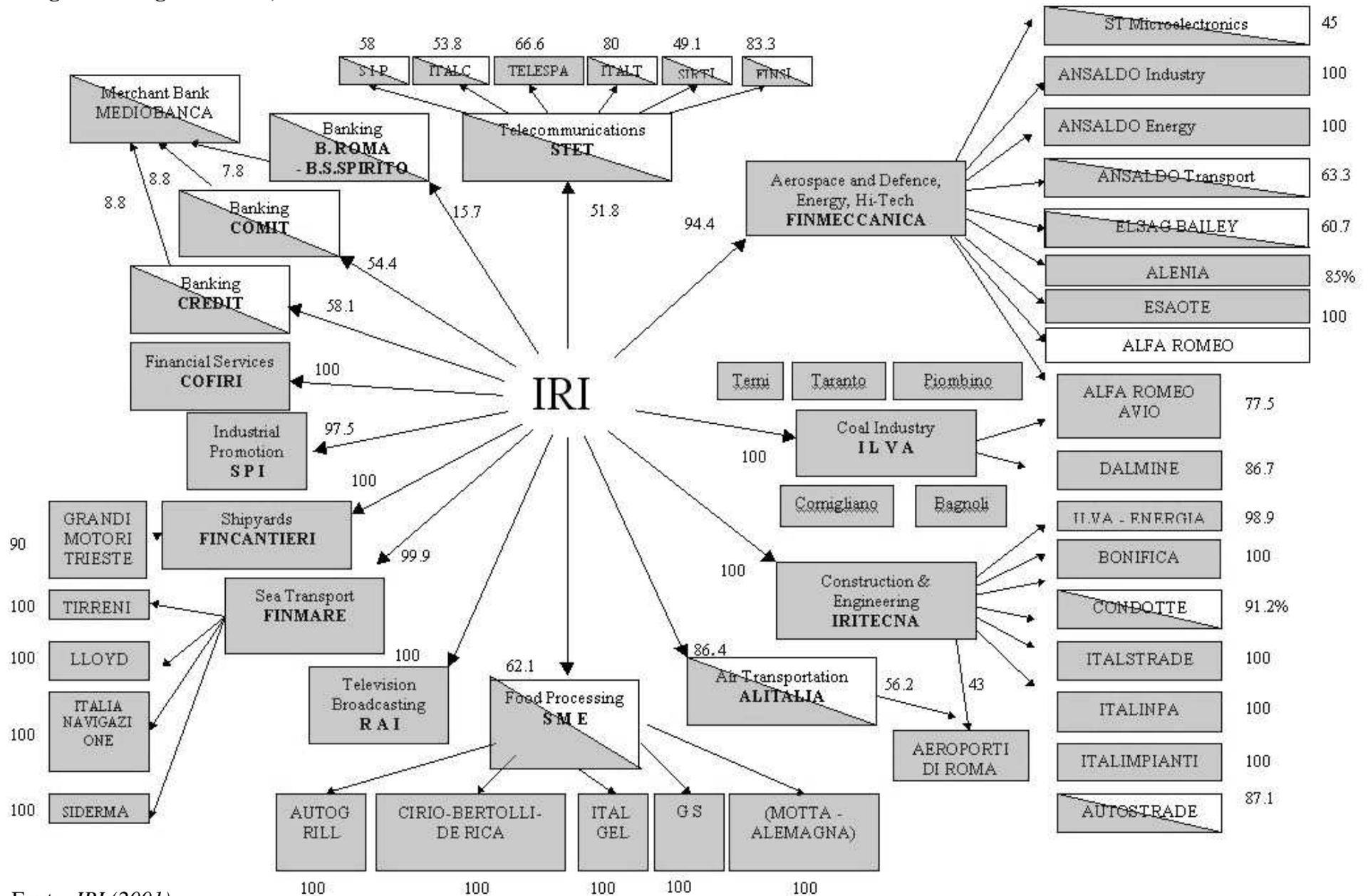
La firma dell'accordo accelerò la ristrutturazione e le operazioni di dismissione da parte del gruppo IRI. Il Tesoro, in coordinamento con la stessa *holding*, diede immediatamente inizio ad un processo di riorganizzazione su larga scala che vide *in primis* la vendita delle società partecipate con le migliori performance, come ad esempio le banche e le industrie manifatturiere, da un lato perché più facile, ma dall'altro anche funzionale all'utilizzo dei relativi introiti per la ristrutturazione delle società meno efficienti e per il taglio del debito dell'intero gruppo. Durante gli anni '90, questa politica di riassetto societario permise all'IRI di arginare il debito ad un livello compatibile con le regole dell'Unione Europea e

---

<sup>7</sup> La Commissione prese la decisione di estendere l'accordo a condizione di rispettare i seguenti impegni: privatizzazione delle società Autostrade, Finmare (trasporto marittimo) e Seat (parte del gruppo STET - Società Torinese Esercizi Telefonici), vendita di Stet Telecomunicazioni al MEF e vendita di quote di minoranza, come quella nella Banca di Roma. L'adempimento di queste richieste avrebbe ridotto l'indebitamento dell'IRI di circa 19.000 miliardi di lire (9,9 miliardi di euro).

di distribuire nel 1997, per la prima volta a 65 anni dalla sua costituzione, un dividendo ai suoi azionisti.

Figura 4. La galassia IRI, 1992



Fonte: IRI (2001)

### 2.3 – Le strategie di privatizzazione negli altri paesi europei

Per meglio comprendere le peculiarità del processo di privatizzazione in Italia conviene metterlo a confronto con quello degli altri paesi europei, in particolare del Regno Unito e della Francia. La prima importante differenza è la diversa e più forte motivazione ideologica sottostante la politica di privatizzazione in questi paesi rispetto a quella italiana dove gli obiettivi annunciati hanno perseguito finalità (o soddisfatto necessità) per lo più immediate e non di lungo periodo. Nel Regno Unito l'intero processo fu implementato su un periodo di tre legislature consecutive del Partito Conservatore (dal 1979 al 1991), con il fine ultimo di de-nazionalizzare l'economia inglese, limitare il potere del sindacato e incentivare il capitalismo popolare.<sup>8</sup> Le privatizzazioni francesi, a loro volta, si svilupparono grazie ad una politica di partito, con le grandi ondate di dismissioni associate alla presenza di governi di centro-destra alla guida del paese. C'è da aggiungere che i governi francesi hanno spesso avuto in quegli anni vita breve e, conseguentemente, anche le privatizzazioni hanno subito rallentamenti soprattutto in presenza di governi di sinistra che talvolta hanno addirittura ri-nazionalizzato le imprese precedentemente dismesse.

Nonostante queste profonde differenze, le strategie di privatizzazione nel Regno Unito e in Francia avevano anch'esse un obiettivo comune a quello italiano: lo sviluppo del mercato finanziario. Il Regno Unito perseguì questo obiettivo attraverso la vendita di imprese statali sul mercato azionario sempre ad un prezzo molto inferiore al *fair value*. La Francia intraprese più o meno lo stesso percorso, spesso optando per la quotazione associata ad una vendita diretta (oscillante tra il 20 e il 30% del capitale sociale) ad un gruppo di investitori strategici, generalmente domestici (il cosiddetto *noyau dur* – nocciolo duro).

In tutti e tre i paesi, è il Ministero delle Finanze (MF) la primaria istituzione responsabile per l'attuazione del processo di privatizzazione. In Francia, il Ministero delle Finanze ha un ruolo di supervisione e coordinamento delle operazioni di vendita, coadiuvato da una Commissione per le Privatizzazioni istituita per legge e composta da esperti indipendenti. A differenza del Comitato per le Privatizzazioni italiano, la Commissione francese non ha un ruolo di consulenza, ma ha soltanto il compito di selezionare i consulenti e formulare proposte vincolanti sul prezzo minimo di vendita del bene. Al contrario, nel Regno Unito tutte le più importanti decisioni vengono prese dal MF, di concerto con il cosiddetto *Ministro sponsor* (*sponsoring minister*) che varia a seconda della società che in quel momento si vuole dismettere. Diversamente dall'Italia e dalla Francia, il governo inglese esercita un vasto potere discrezionale in materia di privatizzazioni poiché non esiste una particolare legislazione che ne limiti le funzioni<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> Nelle future elezioni la nuova classe di azionisti creatasi con le privatizzazioni sarebbe stata più incline a supportare partiti che dichiarassero idee di libero mercato. La privatizzazione in senso machiavellico potrebbe quindi spiegare la vittoria elettorale dei Conservatori (Biais and Perotti, 2002).

<sup>9</sup> Chiri e Panetta, 1994.

### 3. Le fasi del processo di privatizzazione

Volendolo considerare nella sua interezza, il processo di privatizzazione è iniziato in Italia prima ancora che ne fosse definita la strategia nei termini prima indicati. Un'analisi completa delle fasi storiche attraverso le quali il processo si è svolto è possibile, però, solo utilizzando i dati del *Barometro delle privatizzazioni* (PB). L'analisi condotta su tali dati non può, naturalmente, essere utilizzata per formulare eventuali rilievi di carattere puntuale, ma solo per acquisire elementi utili per valutazioni di ordine generale sugli effetti del processo di privatizzazione. Va altresì evidenziato che, come si è già visto, questi stessi dati si differenziano rispetto a quelli resi disponibili dal Dipartimento del Tesoro, e la cui analisi darà invece adito a rilievi anche di carattere specifico e puntuale, per il fatto che si riferiscono alle sole privatizzazioni di grandi dimensioni (quelle al di sopra degli 80 milioni di euro) e comprendono, per converso, anche alcune dismissioni immobiliari (per esempio le Torri dell'Eur del Demanio) e l'alienazione di società facenti capo ad Enti locali (in particolare le aziende elettriche municipalizzate).

Sulla base dei dati del PB, il numero delle privatizzazioni considerate è, come si è visto, di 114, per ricavi complessivi pari a 152 miliardi. Le cessioni sono avvenute soprattutto attraverso offerte pubbliche di vendita e vendite dirette ad investitori privati (Tabella 1). Fermandosi al 2007, le privatizzazioni italiane si collocano al secondo ed al quinto posto a livello globale, rispettivamente in termini di proventi e di numero di transazioni (Tabella 2). Per quanto riguarda i proventi aggregati, sopravanza l'Italia solo il Giappone che ha raccolto la maggior parte degli introiti attraverso poche operazioni di grandi dimensioni effettuate a metà degli anni '80 durante un periodo di mercato molto favorevole. Tenendo conto della dimensione del paese, i dati riguardanti i proventi in percentuale del PIL mostrano ancora che l'Italia occupa una posizione di preminenza.

Il processo di privatizzazione italiano ricostruibile sulla base dei dati del PB può essere suddiviso in cinque fasi: (i) lo stadio preliminare, che abbraccia gli anni '80 fino al 1991; (ii) lo stadio di lancio, dal 1992 al 1995; (iii) la fase di accelerazione, dal 1996 al 2000, durante la quale sono avvenute le transazioni maggiori; (iv) lo stadio di consolidamento, cominciato dopo la crisi mondiale del 2001 ed arrivato fino al 2005 (Figura 5a), (v) la fase attuale, di declino e di incertezza, in cui l'unica grande privatizzazione è stata la vendita, nel 2008, di alcuni *asset* della compagnia aerea Alitalia alla società CAI appositamente costituita.

**Tabella 1 - Le maggiori privatizzazioni italiane (1985-2007)****Panel A. Lo stadio preliminare (1985 – 1991)**

| Data          | Società                     | Settore               | Investitore Strategico                | Quota vendita | Valore [mln €]  | Tipo di transazione |
|---------------|-----------------------------|-----------------------|---------------------------------------|---------------|-----------------|---------------------|
| 01/06/85      | Sirti SpA*                  | Telecomunicazioni     | -----                                 | 40,00         | 95,14           | PO                  |
| 25/10/85      | STET*                       | Telecomunicazioni     | -----                                 | 3,10          | 88,02           | PO                  |
| 01/12/85      | Alitalia*                   | Trasporti             | -----                                 | 22,00         | 280,69          | PO                  |
| 01/12/85      | Banca Commerciale Italiana* | Finanza & Real Estate | -----                                 | 16,00         | 263,98          | PO                  |
| 18/11/88      | Mediobanca*                 | Finanza & Real Estate | -----                                 | 13,30         | 197,47          | PO                  |
| 30/06/89      | Italiana Telecomunicazioni* | Telecomunicazioni     | American Telephone & Telegraph        | 20,00         | 297,00          | PS                  |
| 11/09/89      | Enimont*                    | Petroliifero          | -----                                 | 20,00         | 307,61          | PO                  |
| 29/12/89      | CREDIOP*                    | Finanza & Real Estate | Istituto Bancario San Paolo di Torino | 40,00         | 818,94          | PS                  |
| 31/01/90      | Banco di Santo Spirito*     | Finanza & Real Estate | Cassa di Risparmio di Roma            | 51,00         | 411,64          | PS                  |
| 31/10/90      | Banco di Perugia*           | Finanza & Real Estate | BMPS                                  | 70,60         | 81,09           | PS                  |
| 28/06/91      | STET*                       | Telecomunicazioni     | -----                                 | 7,60          | 207,10          | PO                  |
| 01/10/91      | CREDIOP*                    | Finanza & Real Estate | Istituto Bancario San Paolo di Torino | 50,00         | 1.362,49        | PS                  |
| <b>Totale</b> |                             |                       |                                       |               | <b>4.441,17</b> | <b>12</b>           |

**Panel B. Il lancio (1992 – 1995)**

| Data     | Società                          | Settore               | Investitore Strategico        | Quota vendita | Valore [mln €] | Tipo di transazione |
|----------|----------------------------------|-----------------------|-------------------------------|---------------|----------------|---------------------|
| 01/04/92 | Cementir*                        | Manifatturiero        | Gruppo di Investitori         | 51,78         | 298,90         | PS                  |
| 24/04/92 | Sidermar di Navigazione*         | Trasporti             | Cie Monegasque Bk Monte Carlo | 49,00         | 86,71          | PS                  |
| 01/06/92 | EFIM-Tax Credits*                | Finanza & Real Estate | n.d.                          | 50,00         | 190,58         | PS                  |
| 12/06/92 | STET 1*                          | Telecomunicazioni     | -----                         | 16,00         | 455,31         | PO                  |
| 18/12/92 | Pavesi*                          | Manifatturiero        | Barilla G&R F.Ili             | 41,00         | 98,36          | PS                  |
| 31/12/92 | Ilva - Acciaierie Piombino*      | Manifatturiero        | Lucchini Siderurgica          | 60,00         | 292,01         | PS                  |
| 1993     | Elsag Bailey Process Automation* | Manifatturiero        | n.d.                          | 39,30         | 157,85         | PO                  |
| 1993     | Finanziaria CBD                  | Finanza & Real Estate | n.d.                          | 62,12         | 160,48         | PS                  |
| 1993     | Nuovo Pignone                    | Manifatturiero        | n.d.                          | 100,00        | 361,00         | PS                  |
| 31/08/93 | Italgel                          | Manifatturiero        | n.d.                          | 62,10         | 222,65         | PS                  |
| 31/10/93 | Cirio-Bertolli-De Rica*          | Manifatturiero        | Unilever NV                   | 100,00        | 91,16          | PS                  |
| 09/12/93 | Credito Italiano                 | Finanza & Real Estate | -----                         | 54,80         | 930,20         | PO                  |
| 1994     | STET 2                           | Telecomunicazioni     | -----                         | 0,01          | 609,4          | PO                  |

|               |                            |                       |                       |        |                  |           |
|---------------|----------------------------|-----------------------|-----------------------|--------|------------------|-----------|
| 08/02/94      | IMI 1                      | Finanza & Real Estate | -----                 | 27,45  | 926,78           | PO        |
| 10/03/94      | Banca Commerciale Italiana | Finanza & Real Estate | -----                 | 51,34  | 1.493,18         | PO        |
| 25/06/94      | INA 1                      | Finanza & Real Estate | -----                 | 47,25  | 2.339,79         | PO        |
| 30/06/94      | Acciai Speciali Terni      | Manifatturiero        | Kai Italia Srl        | 100,00 | 309,87           | PS        |
| 18/12/94      | SME 1                      | Manifatturiero        | n.d.                  | 32,00  | 373,40           | PS        |
| 31/07/95      | IMI 2                      | Finanza & Real Estate | -----                 | 14,48  | 471,71           | PO        |
| 30/08/95      | SME 2                      | Manifatturiero        | n.d.                  | 14,91  | 176,33           | PS        |
| 01/09/95      | INA 2                      | Finanza & Real Estate | -----                 | 18,37  | 871,08           | PO        |
| 13/09/95      | Italtel (STET)*            | Telecomunicazioni     | n.d.                  | 40,00  | 450,29           | PS        |
| 20/11/95      | Alumix*                    | Manifatturiero        | n.d.                  | 100,00 | 210,13           | PS        |
| 20/11/95      | ENI 1                      | Petrolifero           | -----                 | 15,00  | 3.253,36         | PO        |
| 26/12/95      | Ilva Servizi Energia       | <i>Utility</i>        | Gruppo di Investitori | 100,00 | 1.298,22         | PS        |
| <b>Totale</b> |                            |                       |                       |        | <b>16.128,77</b> | <b>25</b> |

### Panel C. L'accelerazione (1996 – 2000)

| Data     | Società                               | Settore               | Investitore Strategico        | Quota vendita | Valore Tipo di [mln €] transazione |    |
|----------|---------------------------------------|-----------------------|-------------------------------|---------------|------------------------------------|----|
| 1996     | STET 3                                | Telecomunicazioni     | n.d.                          | n.d.          | 121,26                             | PS |
| 04/01/96 | INCA Intl (Enichem)*                  | Manifatturiero        | Dow Italia (Dow Chemicals)    | 80,00         | 232,50                             | PS |
| 20/01/96 | Dalmine*                              | Manifatturiero        | n.d.                          | 84,08         | 148,13                             | PS |
| 19/03/96 | Nuova Tirrena*                        | Finanza & Real Estate | Toro Assicurazioni            | 91,14         | 288,12                             | PS |
| 28/06/96 | INA 3                                 | Finanza & Real Estate | n.d.                          | 31,10         | 1.683,90                           | PS |
| 07/07/96 | IMI 3                                 | Finanza & Real Estate | -----                         | 6,94          | 258,89                             | PO |
| 04/10/96 | Amga*                                 | <i>Utility</i>        | -----                         | 49,00         | 100,13                             | PO |
| 28/10/96 | ENI 2                                 | Petrolifero           | -----                         | 15,82         | 4.582,11                           | PO |
| 31/01/97 | Alfa Romeo Avio*                      | Manifatturiero        | FiatAvio Inc                  | 77,50         | 115,57                             | PS |
| 03/04/97 | Fincantieri Diesel*                   | Manifatturiero        | n.d.                          | 100,00        | 83,40                              | PS |
| 24/05/97 | Istituto Bancario San Paolo di Torino | Finanza & Real Estate | -----                         | 3,36          | 147,70                             | PO |
| 30/06/97 | ENI 3                                 | Petrolifero           | -----                         | 17,60         | 6.833,01                           | PO |
| 15/07/97 | Aeroporti di Roma*                    | Trasporti             | -----                         | 45,00         | 289,10                             | PO |
| 25/10/97 | Telecom Italia 1                      | Telecomunicazioni     | -----                         | 28,00         | 11.871,91                          | PO |
| 25/11/97 | Seat                                  | Servizi               | n.d.                          | 44,74         | 853,74                             | PS |
| 29/11/97 | Banca di Roma                         | Finanza & Real Estate | -----                         | 14,40         | 343,96                             | PO |
| 1998     | Finmeccanica*                         | Manifatturiero        | -----                         | n.d.          | 1.013,00                           | PO |
| 1998     | Banca di Roma                         | Finanza & Real Estate | n.d.                          | n.d.          | 182,15                             | PS |
| 1998     | MAC*                                  | Telecomunicazioni     | Marconi (Finanziaria Marconi) | 50,00         | 144,00                             | PS |
| 16/03/98 | Saipem                                | Petrolifero           | -----                         | 18,75         | 742,50                             | PO |
| 18/05/98 | Alitalia                              | Trasporti             | -----                         | 18,38         | 406,45                             | PO |

|               |                                  |                       |                       |        |                  |           |
|---------------|----------------------------------|-----------------------|-----------------------|--------|------------------|-----------|
| 27/06/98      | ENI 4                            | Petrolifero           | -----                 | 14,21  | 6.711,34         | PO        |
| 11/07/98      | AEM Milano*                      | Utility               | -----                 | 49,00  | 667,22           | PO        |
| 06/10/98      | Lloyd Triestino Di Navigazione*  | Trasporti             | Evergreen Marine Corp | 100,00 | 203,81           | PS        |
| 21/11/98      | Banca Nazionale del Lavoro       | Finanza & Real Estate | -----                 | 67,10  | 3.463,72         | PO        |
| 1999          | Banca di Roma                    | Finanza & Real Estate | n.d.                  | n.d.   | 1.030,00         | PS        |
| 1999          | Mediocredito Centrale            | Finanza & Real Estate | n.d.                  | 100,00 | 2.036,91         | PS        |
| 19/06/99      | Banca Monte dei Paschi di Siena* | Finanza & Real Estate | -----                 | 24,30  | 1.966,17         | PO        |
| 10/07/99      | ACEA*                            | Utility               | -----                 | 49,00  | 791,55           | PO        |
| 01/08/99      | Società Risanamento Napoli*      | Costruzioni           | n.d.                  | 58,59  | 167,04           | PS        |
| 02/11/99      | ENEL 1                           | Utility               | -----                 | 31,74  | 16.551,64        | PO        |
| 04/12/99      | Autostrade*                      | Trasporti             | -----                 | 51,58  | 4.192,25         | PO        |
| 2000          | Banco di Napoli                  | Finanza & Real Estate | n.d.                  | 13,16  | 493,60           | PS        |
| 2000          | Banco di Roma                    | Finanza & Real Estate | n.d.                  | n.d.   | 450,14           | PS        |
| 09/03/00      | Autostrade*                      | Trasporti             | Azionisti Stabili     | 30,00  | 2.530,00         | PS        |
| 11/04/00      | Insicem*                         | Manifatturiero        | Colacem               | 100,00 | 137,41           | PS        |
| 03/06/00      | Finmeccanica                     | Manifatturiero        | -----                 | 50,55  | 5.684,03         | PO        |
| 31/07/00      | Aeroporti di Roma                | Trasporti             | n.d.                  | 51,20  | 1.328,12         | PS        |
| 20/10/00      | Basictel*                        | Telecomunicazioni     | Albacom               | 60,00  | 109,07           | PS        |
| 24/11/00      | AEM Torino*                      | Utility               | -----                 | 26,00  | 254,41           | PO        |
| <b>Totale</b> |                                  |                       |                       |        | <b>79.209,95</b> | <b>40</b> |

#### Panel D. Lo Stadio di consolidamento (2001 – 2005)

| Data     | Società              | Settore               | Investitore Strategico | Quota vendita | Valore [mln €] | Tipo di transazione |
|----------|----------------------|-----------------------|------------------------|---------------|----------------|---------------------|
| 2001     | San Paolo IMI        | Finanza & Real Estate | n.d.                   | 0,35          | 80,17          | n.d.                |
| 07/02/01 | COFIRI               | Finanza & Real Estate | Gruppo di Investitori  | 100,00        | 508,30         | PS                  |
| 15/02/01 | ENI 5                | Petrolifero           | -----                  | 5,00          | 2.720,83       | PO                  |
| 17/02/01 | Acegas*              | Utility               | -----                  | 41,85         | 156,65         | PO                  |
| 29/03/01 | ENEL- Rete di Roma*  | Utility               | ACEA                   | 100,00        | 558,83         | PS                  |
| 10/05/01 | Lottomatica*         | Servizi               | -----                  | 38,80         | 220,85         | PO                  |
| 24/09/01 | Elettrogen (ENEL)*   | Utility               | Gruppo di Investitori  | 100,00        | 3.570,23       | PS                  |
| 06/12/01 | SNAM RETE GAS 1*     | Utility               | -----                  | 40,20         | 1.915,33       | PO                  |
| 09/05/02 | Bonifica (Fintecna)* | Servizi               | Gruppo di Investitori  | 100,00        | 285,07         | PS                  |
| 31/05/02 | Eurogen (ENEL)*      | Utility               | Edipower (Edison)      | 100,00        | 3.768,83       | PS                  |
| 06/12/02 | Fiera di Milano*     | Servizi               | -----                  | 27,00         | 103,27         | PO                  |
| 09/12/02 | Telecom Italia 2     | Telecomunicazioni     | -----                  | 4,12          | 1.434,11       | PO                  |

|               |                                 |                       |                              |        |                  |           |
|---------------|---------------------------------|-----------------------|------------------------------|--------|------------------|-----------|
| 27/12/02      | Borsa Italiana*                 | Servizi               | n.d.                         | 10,91  | 116,34           | PS        |
| 07/06/03      | Siciliacque*                    | Utility               | n.d.                         | 100,00 | 287,88           | PS        |
| 21/06/03      | HERA*                           | Utility               | -----                        | 38,68  | 379,55           | PO        |
| 30/10/03      | ENEL 2                          | Utility               | -----                        | 6,60   | 2.172,80         | PO        |
| 23/12/03      | Ente Tabacchi Italiani          | Manifatturiero        | British American Tobacco PLC | 100,00 | 2.325,21         | PS        |
| 30/12/03      | Cassa Depositi e Prestiti       | Finanza & Real Estate | Gruppo di Investitori        | 30,00  | 1.050,00         | PS        |
| 30/03/04      | SNAM RETE GAS 2*                | Utility               | -----                        | 9,50   | 638,11           | PO        |
| 01/05/04      | APS*                            | Utility               | Gruppo di Investitori        | 100,00 | 215,87           | PS        |
| 23/06/04      | Terna 1*                        | Utility               | -----                        | 50,00  | 1.652,39         | PO        |
| 15/07/04      | New Real (ENEL)*                | Finanza & Real Estate | Gruppo di Investitori        | 100,00 | 1.376,35         | PS        |
| 22/10/04      | ENEL 3                          | Utility               | -----                        | 18,87  | 7.636,00         | PO        |
| 15/11/04      | AEM Milano*                     | Utility               | -----                        | 8,80   | 279,23           | PO        |
| 27/11/04      | STMicroelectronics*             | Manifatturiero        | Cassa Depositi e Prestiti    | 10,30  | 1.159,65         | PS        |
| 22/03/05      | F.S. – Portafoglio Immobiliare* | Finanza & Real Estate | Gruppo di Investitori        | 100,00 | 182,72           | PS        |
| 30/03/05      | Terna 2*                        | Utility               | -----                        | 13,86  | 591,60           | PO        |
| 13/04/05      | IP (ENI)*                       | Commercio             | API                          | 90,00  | 174,66           | PS        |
| 20/05/05      | Aeroporto di Venezia*           | Trasporti             | -----                        | 33,35  | 138,77           | PO        |
| 02/07/05      | ENEL 4                          | Utility               | -----                        | 9,35   | 4.101,00         | PO        |
| 11/08/05      | WIND Telecomunicazioni*         | Telecomunicazioni     | Orascom                      | 62,75  | 12.059,34        | PS        |
| 03/10/05      | Torri dell'EUR*                 | Finanza & Real Estate | Gruppo di Investitori        | 50,00  | 167,17           | PS        |
| <b>Totale</b> |                                 |                       |                              |        | <b>50.027,12</b> | <b>32</b> |

### Panel E. Il Declino (2006 – 2008)

| Data          | Società                            | Settore               | Investitore Strategico | Quota vendita | Valore [mln €]  | Tipo di transazione |
|---------------|------------------------------------|-----------------------|------------------------|---------------|-----------------|---------------------|
| 24/03/06      | Ansaldo STS*                       | Manifatturiero        | -----                  | 52,17         | 405,28          | PO                  |
| 31/03/06      | Fintecna – Portafoglio Immobiliare | Finanza & Real Estate | Gruppo di Investitori  | 100,00        | 296,66          | PS                  |
| 06/12/06      | Ascopiave*                         | Utility               | -----                  | 40,00         | 182,58          | PO                  |
| 12/07/07      | Enia*                              | Utility               | -----                  | 38,14         | 377,77          | PO                  |
| 19/11/08      | Alitalia (assets)*                 | Trasporti             | Gruppo di Investitori  | 100,00        | 1.052,00        | PS                  |
| <b>Totale</b> |                                    |                       |                        |               | <b>2.314,29</b> | <b>5</b>            |

Nota: Questa tabella riporta la lista delle privatizzazioni con un valore superiore agli 80 milioni di euro.

Fonte: MEF

\*Privatization Barometer

**Legenda:** PO: Public Offering; PS: Public Sale.

**Tabella 2 - Le privatizzazioni nei paesi OCSE (escludendo l'Italia), 1977-I sem2007**

| <b>Paese</b>    | <b>Operazioni</b> | <b>Proventi<br/>(in milioni<br/>correnti)</b> | <b>Proventi/<br/>PIL [%]</b> | <b>OP/<br/>Proventi<br/>[%]</b> |
|-----------------|-------------------|---|------------------------------|---------------------------------|
| Giappone        | 30                | 168.092                                       | 4,65                         | 99,84                           |
| Francia         | 148               | 124.663                                       | 0,07                         | 66,17                           |
| Regno Unito     | 193               | 110.425                                       | 0,06                         | 77,24                           |
| Germania        | 182               | 98.384  | 0,04                         | 58,19                           |
| Australia       | 150               | 57.444  | 0,09                         | 37,38                           |
| Spagna          | 103               | 45.220  | 0,04                         | 69,28                           |
| Paesi Bassi     | 42                | 30.844  | 0,06                         | 71,82                           |
| Portogallo      | 95                | 28.267  | 0,18                         | 79,82                           |
| Finlandia       | 77                | 25.136  | 0,14                         | 58,29                           |
| Polonia         | 275               | 24.029  | 0,09                         | 37,74                           |
| Svezia          | 66                | 23.580  | 0,07                         | 69,50                           |
| Grecia          | 62                | 19.697  | 0,08                         | 77,11                           |
| Corea del Sud   | 31                | 18.065  | 0,02                         | 94,47                           |
| Repubblica Ceca | 104               | 17.003  | 0,14                         | 1,69                            |
| Austria         | 69                | 16.762  | 0,06                         | 48,67                           |
| Stati Uniti     | 40                | 16.391  | 0,00                         | 34,76                           |
| Norvegia        | 37                | 15.994  | 0,06                         | 51,82                           |
| Messico         | 71                | 15.113  | 0,02                         | 23,69                           |
| Ungheria        | 177               | 12.350  | 0,13                         | 28,52                           |
| Canada          | 65                | 11.708  | 0,01                         | 51,09                           |
| Slovacchia      | 84                | 8.282   | 0,18                         | 0,00                            |
| Irlanda         | 23                | 7.441   | 0,04                         | 61,60                           |
| Belgio          | 22                | 7.305   | 0,02                         | 25,86                           |
| Svizzera        | 8                 | 6.527   | 0,02                         | 96,50                           |
| Danimarca       | 12                | 6.167   | 0,03                         | 47,95                           |
| Nuova Zelanda   | 43                | 6.104   | 0,07                         | 13,29                           |
| Turchia         | 33                | 4.493   | 0,01                         | 78,68                           |
| Islanda         | 2                 | 117   | 0,01                         | 100,00                          |
| <b>Media</b>    | <b>80</b>         | <b>33.057</b>                                 | <b>0,23</b>                  | <b>55,75</b>                    |

Fonti: *Privatization Barometer* e *World Development Indicators* (World Bank 2008).

Nota: Questa tabella riporta gli aggregati di 28 paesi OCSE (esclusa l'Italia) per il periodo 1977-1sem2007. I Paesi sono stati ordinati per il totale dei proventi al 1° semestre 2007, espressi in milioni di euro correnti. Proventi/PIL è il rapporto tra i proventi totali al 1° semestre 2007 e il PIL del Paese al 2006, anch'esso espresso in milioni euro correnti. OP/Proventi è il rapporto tra i proventi raccolti tramite offerte pubbliche e il totale dei proventi.

### 3.1 Lo stadio preliminare (1980-1991)

A partire dalla fine degli anni '70, la posizione finanziaria del gruppo IRI cominciò a deteriorarsi. L'eccessiva crescita degli investimenti, le limitate capacità di auto-finanziamento e la crisi strutturale di interi settori come quello dell'acciaio e delle costruzioni, associati a perdite significative in molte altre aree di business, fecero lievitare il debito del gruppo a livelli insostenibili. La produttività e l'efficienza del gruppo peggiorarono poi durante tutti gli anni Ottanta, quando finalmente fu avviato un primo tentativo di riorganizzazione.

La vendita di cespiti è sempre stata una pratica diffusa all'IRI ed ha contribuito negli anni a determinare una frontiera mobile del settore delle PS. Tuttavia, solo alla fine degli anni '80 il processo di privatizzazione cominciò ad essere considerato come una possibile soluzione al problema dell'indebitamento e della scarsa *performance* delle società in portafoglio.

Le più importanti privatizzazioni registrate in questo periodo sono le vendite parziali nel settore delle telecomunicazioni (Sirti e STET), la vendita di una quota di Alitalia (la compagnia aerea di bandiera) e della Banca Commerciale Italiana (BCI);

tutte transazioni completate nel 1985 attraverso offerte pubbliche di vendita. Le privatizzazioni sono poi proseguite durante tutti gli anni successivi fino ai primi anni '90 con la vendita di quote in diverse società del settore bancario e alimentare. Complessivamente, la dismissione di tutte queste società permise all'IRI di raccogliere l'equivalente di circa 4 miliardi di euro. Anche se fu rilevante dal punto di vista economico soprattutto per un parziale risanamento del gruppo IRI, questa fase non si caratterizzò per una strategia di lungo periodo.

### 3.2 Il lancio (1992-1995)

I tempi erano maturi per un cambio di marcia. Il *primum movens* del grande programma di privatizzazione su larga scala è stata la promulgazione nell'agosto del 1992 della legge 359 che imponeva la trasformazione in società per azioni dei conglomerati pubblici e l'immediato trasferimento di tutte le azioni al Tesoro.

Negli anni successivi, il governo lanciò un ambizioso programma di vendite a partire dal settore bancario e assicurativo. Le tre banche di interesse nazionale (Credito Italiano, BCI, BNL) e l'INA (Istituto Nazionale delle Assicurazioni) furono quotate sulla Borsa di Milano attraverso una serie di collocamenti. Allo stesso tempo, l'IRI disinvestì tutte le sue partecipazioni nel settore alimentare attraverso vendite dirette a privati da parte della società controllante, la SME (Società Meridionale di Elettricità), e riavviò inoltre la privatizzazione della STET.

Durante la prima ondata di vendite, il governo emanò la legge quadro sulle privatizzazioni (L. n. 474) del 1994, che stabiliva i principi generali e le procedure, esplicitando la preferenza per le OPV rispetto alle vendite dirette a privati, metodo da utilizzare solo in maniera residuale.

La nuova legislazione e il successo delle prime operazioni resero possibile la realizzazione della più grande operazione di questo periodo, la quotazione iniziale dell'ENI alla fine del 1995. Dal 1992 in avanti, la società statale fu profondamente ristrutturata e trasformata da *holding* (a capo di un conglomerato di diverse società appartenenti a più settori) a società operante esclusivamente nel *core business* degli idrocarburi. Il collocamento fu accolto bene dai piccoli risparmiatori e lo Stato riuscì a raccogliere 3,2 miliardi di euro sia sul mercato domestico che estero. Un'altra importante innovazione dal punto di vista istituzionale del 1995 fu rappresentata dalla legge (a lungo dibattuta) che istituiva l'autorità di regolazione nel settore delle *public utilities*, prodromica alla privatizzazione dei monopoli naturali al periodo successivo.

### 3.3 L'accelerazione (1996-2000)

Durante il periodo 1996-2000, il processo di privatizzazione italiano, come quello di molti altri paesi, raggiunse il suo picco massimo. I proventi derivanti dalle vendite raggiunsero un ammontare ragguardevole, pari a 80 miliardi di euro, corrispondenti a circa i due terzi dei ricavi complessivi da privatizzazione del Paese. Sicuramente le condizioni favorevoli di mercato facilitarono la cessione di ampie quote azionarie negli ex monopoli pubblici. Le privatizzazioni delle società monopoliste arrivarono dopo un sostanziale processo di riforma attuato negli anni immediatamente precedenti che aveva permesso di regolamentare e liberalizzare i settori non competitivi in ottemperanza alle direttive europee.

Quasi tutte le più grandi *utilities* nelle mani del Ministero del Tesoro durante questo periodo furono oggetto di almeno una grande operazione. Progredì la privatizzazione dell'ENI, con una sequenza di tre OPV che portarono nelle casse dello Stato circa 18 miliardi di euro. Nell'ottobre del 1997, dopo un lungo processo

di riorganizzazione delle imprese pubbliche nel settore delle telecomunicazioni, si realizzò la fusione della società STET del gruppo IRI e Telecom Italia (TI); la *newco* fu successivamente privatizzata attraverso un'OPV che coinvolse più di due milioni di investitori, raccogliendo 11,9 miliardi di euro.

Nel 1997 e 1998, riprende la privatizzazione del settore dei trasporti. Avviata nel 1995 con la vendita parziale di Aeroporti di Roma (ADR) ad un gruppo di "investitori strategici", proseguì con un consistente aumento di capitale ed una contestuale offerta secondaria di Alitalia e di un'ulteriore *tranche* di ADR. Negli stessi anni, anche la privatizzazione del settore bancario ha continuato il percorso cominciato nei primi anni '90. Furono vendute ulteriori partecipazioni nella Banca di Roma (anch'essa parte del gruppo IRI), nell'Istituto Mobiliare Italiano, in BNL e nella Banca Monte dei Paschi di Siena (MPS), in linea con l'obiettivo di dismettere in toto il settore bancario.

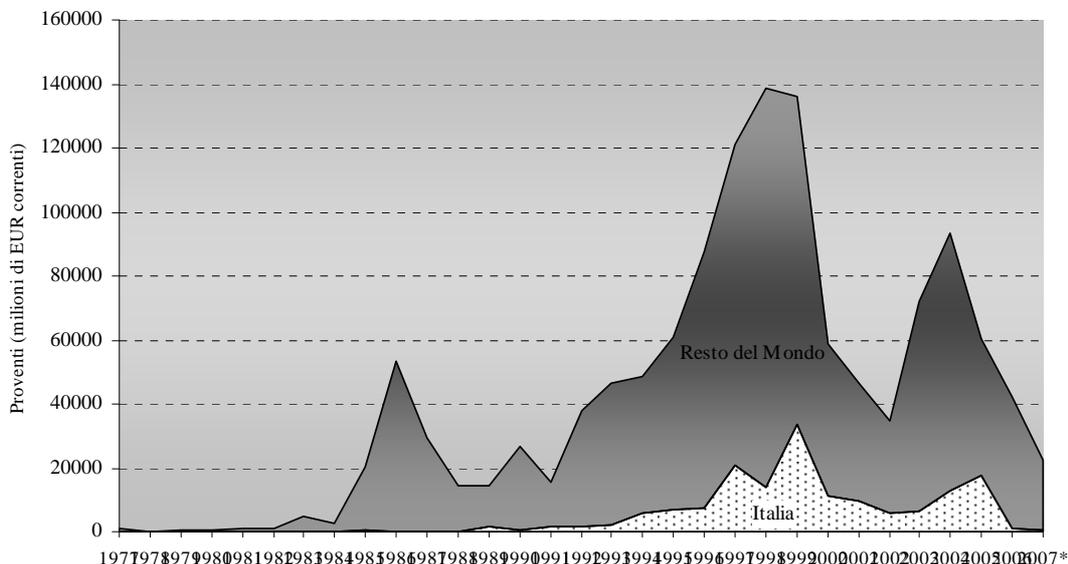
La più importante privatizzazione durante questa ondata è stata però la quotazione in borsa di ENEL, ancor oggi una delle più grandi OPV (16 miliardi di euro) della storia, non solo italiana, ma a livello globale. Anche se principalmente destinata ai piccoli risparmiatori italiani, l'offerta fu accolta bene all'estero, grazie alla scelta del *dual listing*<sup>10</sup> al NYSE. In quell'anno, il 1999, il Paese si posizionò al primo posto della classifica mondiale per ricavi totali da privatizzazioni, non solo grazie a ENEL, ma anche alla vendita di Autostrade, attraverso una transazione che combinava sia la vendita di una quota ad un investitore strategico che l'OPV. Grazie a questi risultati, l'Italia nel 1999 raccolse più del 15% dei proventi globali (Figura 6).

Lo scoppio della bolla IT è certamente responsabile del crollo delle vendite che si registrò l'anno successivo. I proventi scesero a 8 miliardi di dollari, soltanto un 30% di quanto raccolto nell'anno precedente; un risultato quasi totalmente attribuibile alla quotazione della società Finmeccanica operante nel settore aerospaziale e della difesa.

---

<sup>10</sup> E' la situazione che si verifica quando un titolo è registrato per la negoziazione in più di un mercato borsistico, allo scopo di accrescerne la liquidità.

**Figura 7. Proventi da Privatizzazioni in Italia e Nel Mondo (1977 - 2007\*)**



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

Fonte: MEF e *Privatization Barometer*

### 3.4 Il consolidamento (2001-2005)

Questo stadio del processo di privatizzazione presenta due caratteristiche importanti: (i) ha una dimensione più ridotta se paragonato al periodo precedente; (ii) è caratterizzato da vendite per lo più dirette ad investitori strategici. Questi nuovi aspetti del processo di privatizzazione sono ovviamente correlati e determinati dal cambiamento delle condizioni di mercato che inevitabilmente hanno rallentato il processo di vendita di *asset* pubblici a livello globale. I governi, come qualsiasi altro emittente, sono restii a cedere azioni nei periodi di mercati depressi.

Inoltre, come è stato evidenziato da studiosi del fenomeno<sup>11</sup>, cedere azioni di società parzialmente privatizzate ad un prezzo inferiore al valore di quotazione iniziale (spesso stabilito molti anni prima) porterebbe i governi a evidenziare una perdita in conto capitale.

Questo cambiamento di condizioni di mercato ha portato il governo italiano – così come anche gli altri governi in Europa e oltre – a preferire come metodo di privatizzazione la vendita diretta ad investitori strategici, piuttosto che affrontare le condizioni altalenanti della Borsa. Nel momento in cui questo non fosse stato possibile, preferire comunque investitori istituzionali ai piccoli risparmiatori. Questa inversione di tendenza è chiaramente visibile nella Figura 5, dove notiamo una repentina riduzione della percentuale di transazioni sul mercato aperto dal 2000 in avanti.

Tra le maggiori privatizzazioni compiute in questo periodo di consolidamento, vi sono alcune operazioni di rilievo nel settore elettrico. Ai sensi della nuova regolamentazione del settore emanata nel 1999, il monopolio di Stato dovette ridurre la sua quota di mercato ad un livello non superiore al 50%. L'ENEL realizzò lo *spin-off* di tre generatori (Genco), che furono parzialmente acquistati da tre delle maggiori compagnie elettriche europee, quali Electricité de France (EDF), Endesa, e Electrabel. A luglio del 2003, lo Stato invece procedette alla vendita del monopolio del tabacco, l'ETI (Ente Tabacchi Italiano), attraverso una gara che vide vincente la British American Tobacco, con un'offerta di ben 2,3 miliardi di euro, significativamente superiore alla stima degli *advisors*<sup>12</sup>.

Per quel che riguarda invece le offerte pubbliche, il governo decise di optare per la cosiddetta *accelerated bookbuilding offer* (ABO)<sup>13</sup> nel dicembre del 2002 quando decise di dismettere la sua quota di partecipazione residua in Telecom Italia, scegliendo inoltre di allocare le proprie azioni principalmente presso investitori istituzionali esteri. Questa privatizzazione fu poi seguita nell'ottobre del 2003 da un *bought deal* (una vendita di un blocco di azioni a un gruppo ristretto di investitori istituzionali) sul 6,6% del capitale di ENEL.

Nel dicembre del 2003 il MEF trasferì alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP), trasformata in società per azioni a fine 2003, partecipazioni significative in Eni,

---

<sup>11</sup> Megginson (2003).

<sup>12</sup> In proposito va tuttavia ricordato che il personale in esubero venne trasferito all'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato (AAMS).

<sup>13</sup> L'*Accelerated Bookbuilding Offer* (ABO) è una tecnica per la vendita di azioni agli investitori istituzionali che si conclude in tempi brevissimi in quanto non richiede la predisposizione di prospetti informativi. La banca incaricata dell'operazione, dopo avere effettuato un rapido *pre-marketing* per verificare che esistano le condizioni per effettuare il collocamento, lancia l'operazione, raccoglie rapidamente gli ordini e sulla base di questi propone un prezzo al venditore. La raccolta degli ordini avviene in genere entro 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 struttura consiste nel potenziale impatto negativo sul prezzo del titolo al lancio dell'operazione, effetto tipico di tutte le operazioni a mercato aperto. Il venditore, infatti, rimane esposto al rischio di mercato per tutta la durata del *bookbuilding*, diversamente da quanto avviene nella tecnica alternativa del *Marketed Block Trade* (MBT), dove la banca incaricata acquista i titoli ad un prezzo fisso che incorpora uno sconto in genere rilevante, in quanto la stessa banca si accolla il rischio della rivendita.

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

Enel, Poste Italiane e ST Microelectronics, per poi successivamente collocare, attraverso una trattativa diretta, il 30% del capitale di CDP a un consorzio di 66 fondazioni bancarie. Questa operazione, pur mantenendo inalterata di fatto la struttura di controllo nelle società partecipate, ha consentito di destinare al fondo di ammortamento del debito 13,1 miliardi di euro<sup>14</sup>.

Nel 2004, furono realizzate alcune operazioni di secondo livello, cioè dismissioni promosse da società partecipate dal MEF. Tra queste, l'OPV del 9,5% di SNAM Rete Gas (per un controvalore di quasi 640 milioni di euro), e l'IPO di Terna, la società che possiede la rete di distribuzione elettrica, società partecipate rispettivamente da ENI e da ENEL.

Nell'ottobre 2004 il MEF ha completato l'Offerta Globale di circa il 20% del capitale di ENEL, la terza *tranche* della compagnia elettrica ad essere collocata sul mercato. Il collocamento – composto da un'offerta pubblica e un'offerta a investitori istituzionali nazionali e internazionali – ha generato proventi per circa 7,7 miliardi di euro, rappresentando la più grande operazione realizzata in Europa negli ultimi cinque anni.

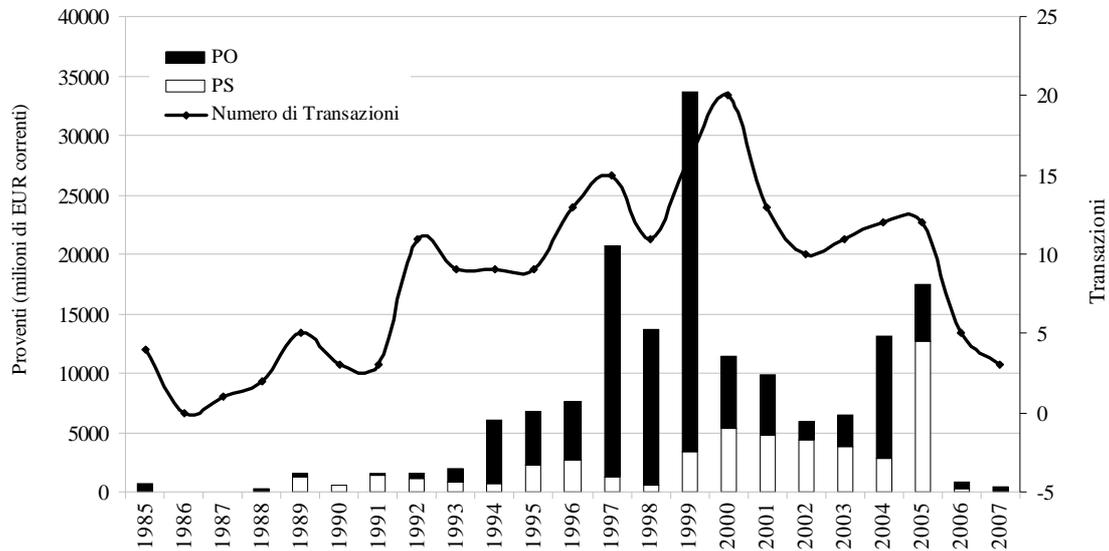
Nel 2005 si segnala l'ulteriore vendita di circa il 14% del capitale di Terna da parte di ENEL tramite un'offerta istituzionale accelerata. In precedenza, una quota pari a circa il 30% del capitale della stessa società era stata trasferita alla Cassa Depositi e Prestiti. Infine, nel luglio dello stesso anno è stata conclusa l'offerta pubblica della quarta *tranche* di ENEL: il 9,3% del capitale è stato venduto, con proventi per oltre 4 miliardi di euro.

La maggiore operazione europea del secondo semestre 2005 è stata la vendita da parte di ENEL della sua controllata Wind, l'operatore di telefonia mobile, al gruppo egiziano Weather Investments per un valore complessivo di 12 miliardi di euro.

---

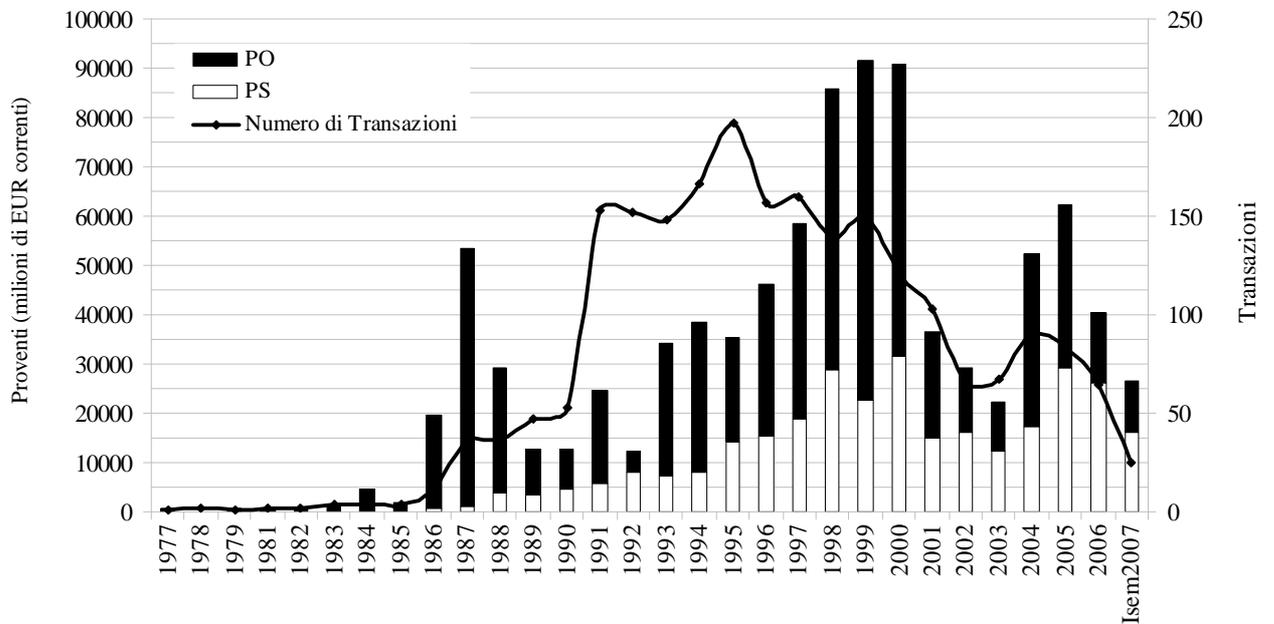
<sup>14</sup> Ancorché con un ritardo di 9 mesi, come si vedrà al capitolo 8.

**Figura 5. Privatizzazioni in Italia: Proventi e Transazioni 1985 - 2007**



Fonte: MEF e Privatization Barometer

**Figura 6. Privatizzazioni nei paesi OCSE (ex Italia): Proventi e Transazioni 1977 - Isem2007**



Fonte: Privatization Barometer

### 3.5. *Il Declino (2006-2008)*

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

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

### 3.6. *La fase attuale: le operazioni mirate ed il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*

Nonostante l'ampio processo di privatizzazione dal quale sono state interessate, ad oggi le partecipazioni dirette e indirette dell'Amministrazione Centrale hanno ancora un peso notevole, anche per effetto della creazione di nuovi organismi e della intervenuta pubblicizzazione di soggetti privati (Sogei, concessionari della riscossione acquisiti da Equitalia). Limitandoci alle società quotate, il controvalore di queste partecipazioni (ai prezzi di mercato di fine 2007) ammonta a circa 80 miliardi di euro, un dato che pone l'Italia al terzo posto nella classifica dei paesi EU25.

Come chiaramente emerge dall'esame degli ultimi tre Dpef, per quanto riguarda la politica delle privatizzazioni la fase attuale si può qualificare come di incertezza e di stasi, con orientamenti che oscillano fra la rinuncia sul piano operativo e la conferma su quello strategico di lungo periodo. Si sottolinea ripetutamente che il processo di privatizzazione si è interrotto per un triplice ordine di fattori: 1) la quota di partecipazione nelle società quotate controllate direttamente dallo Stato (ENI, ENEL e Finmeccanica) è ormai ridotta al 30%, per cui eventuali ulteriori cessioni di pacchetti azionari potrebbero comportare la perdita del controllo in settori strategici, quali l'energia elettrica e il gas ed il militare/alta tecnologia; 2) il portafoglio residuo dello Stato si caratterizza per il controllo di aziende che, per entità, tipologia del *business*, peculiarità normative, o per problemi di natura economico/finanziaria, non risultano tali da poter essere oggetto di privatizzazione, o che, pur presentandosi con potenziale attrattiva per il mercato, sono tuttora bisognevoli di ristrutturazione o dell'individuazione di un quadro regolamentare certo prima del collocamento in un'orbita privata; 3) la crisi economico-finanziaria tuttora in atto indotta dalle forti turbolenze degli scorsi mesi nel mercato finanziario globale rende, se non del tutto non percorribile, in ogni caso

complessa e problematica, e quindi poco conveniente, la ripresa di operazioni di collocamento o di cessione di partecipazioni rilevanti.

Nello stesso tempo, però, si riafferma, a dispetto delle sfavorevoli condizioni macro-economiche, l'intento di perseguire la strategia delle privatizzazioni come uno strumento che può ancora contribuire alla riduzione del debito, anche se, ovviamente, in misura molto minore di quanto sia stato possibile nel corso degli anni '90. Ciò, peraltro, non toglie che non possano essere attuate operazioni mirate di dismissione, finalizzate a risolvere problemi di politica industriale, più che di politica di bilancio.

In tale ottica, si evidenzia, che è stata comunque completata la privatizzazione di Alitalia, anche se, come si è detto, il processo non si è, in realtà, del tutto concluso, essendo tuttora in liquidazione la *bad company*, con il suo carico, non compiutamente quantificato, di oneri e di debiti non trasferiti alla nuova Società privata. Sempre nella stessa ottica, si conferma, altresì, che nei prossimi anni, nonostante il contesto economico e finanziario sia attualmente non favorevole, potrebbero realizzarsi operazioni di privatizzazione che coinvolgerebbero Poste Italiane S.p.a. ed il capitale dell'Istituto poligrafico dello Stato, mentre si potranno considerare iniziative destinate all'apertura ai privati del capitale della Sace.

Va poi dato atto che viene riaffermato l'obiettivo della privatizzazione a breve di Tirrenia, in linea con il DPCM del marzo scorso che ha disposto la totale cessione del capitale della Società e delle società regionali dalla stessa controllate. Infine, per Fincantieri, che a breve verrà ricapitalizzata dalla controllante Fintecna, si riafferma l'intenzione di "valutare l'opportunità di procedere al collocamento in borsa di una quota del capitale", che non ha trovato finora attuazione per le non favorevoli condizioni del mercato.

Con riguardo a Fincantieri e Tirrenia, il DL n. 112/2008, convertito nella legge n. 133 del 6 agosto 2008, ha previsto l'abolizione del parere preventivo delle Commissioni parlamentari per la cessione delle partecipazioni di maggioranza ed il trasferimento gratuito alle Regioni interessate (Campania, Sardegna, Toscana e Sicilia) delle partecipazioni detenute da Tirrenia nelle società Caremar, Saremar, Toremar, Siremar (art. 57). L'art. 59 aveva anche autorizzato il Ministero dell'economia a sottoscrivere azioni per un massimo di 250 milioni di euro, in caso di delibera di aumenti di capitale da parte di Finmeccanica finalizzata a iniziative strategiche di sviluppo (e, in ogni caso, per assicurare che la quota percentuale del capitale sociale detenuta dallo Stato non può risultare inferiore al 30%).

L'impegno alla sottoscrizione dei diritti di opzione sulle nuove azioni di Finmeccanica - successivamente onorato - non preludeva ad un ampliamento della quota pubblica, ma rispondeva piuttosto all'obiettivo di mettere al riparo la società da eventuali incursioni di fondi sovrani. Tanto più che era stata appena annunciata la decisione del Consiglio di amministrazione di proporre un aumento di capitale fino a 1,4 miliardi di euro - poi effettivamente concretizzatasi, anche se per un importo inferiore (1.202 milioni) - per finanziare l'acquisto della società statunitense di elettronica della difesa DRS Technologies. L'operazione si è anzi conclusa con la diminuzione della quota di partecipazione del Tesoro dal 33,7% al 30,2%: per mantenere invariata la partecipazione, infatti, sarebbe stato necessario sottoscrivere azioni per 405 milioni e non per 250 milioni, come effettivamente avvenuto.

L'articolo 26 del DL 185 del 29 novembre 2008 (convertito nella legge n. 2 del 28 gennaio 2009) ha confermato la privatizzazione della società Tirrenia di Navigazione, controllata da Fintecna, già prevista dalla Finanziaria 2007 (legge 296/2006, art. 1, c. 998 - 999) e confermata, come già detto, dagli ultimi due

Dpef. Il d.lgs. autorizza la spesa di 65 milioni di euro per ciascuno degli anni 2009 – 2011 per consentire la stipula della nuova Convenzione con la società, finalizzata ad assicurare i collegamenti marittimi essenziali, e per completare il processo di liberalizzazione del settore del cabotaggio marittimo e di privatizzazione delle società del Gruppo Tirrenia. Per la firma della Convenzione è stato necessario attendere l'esito dell'esame da parte della Commissione Europea per la verifica della compatibilità con il regime comunitario, essendo l'erogazione delle risorse subordinata all'esito positivo di tale verifica.

In relazione alla Tirrenia, il DPCM del 13 marzo 2009<sup>15</sup> ha stabilito che l'alienazione della partecipazione detenuta indirettamente dal MEF (Fintecna) - comprensiva delle partecipazioni totalitarie detenute dalla stessa nelle società marittime regionali - venga effettuata mediante ricorso a procedura competitiva, trasparente e non discriminatoria, con potenziali acquirenti a norma della legge n. 474/1994. La procedura deve avere ad oggetto la totalità del capitale di Tirrenia e il venditore deve verificare, anche mediante i propri consulenti, che i piani industriali che verranno richiesti ai potenziali acquirenti risultino coerenti con le convenzioni di servizio pubblico di cui alla legge n. 296/2006. Con riferimento a questa previsione, come si vedrà meglio nel successivo paragrafo 7.2, l'operazione di privatizzazione del Gruppo Tirrenia sta procedendo, pur dovendosi rilevare una parziale variazione rispetto al percorso inizialmente previsto. Infatti, le Regioni interessate all'operazione, hanno, in gran parte, manifestato interesse a rilevare a titolo gratuito le società regionali del Gruppo di rispettiva competenza, per poi procedere autonomamente alla successiva privatizzazione.

Per le partecipazioni con un potenziale di smobilizzo più immediato – e cioè le società quotate in Borsa (ENEL, Eni e Finmeccanica) - si intende, come si è visto, mantenere la quota di controllo, al fine di presidiare i settori strategici del Paese. In particolare per l'ENEL la strategicità del mantenimento di una quota pubblica è stata ribadita anche in occasione della cessione da parte del Tesoro alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) dei diritti di opzione connessi all'aumento di capitale di 8 miliardi realizzato dalla Società, operazione che ha comportato un incasso per il MEF di circa 650 milioni. Della suddetta esigenza si terrà conto nella valutazione delle opzioni più adeguate per realizzare, entro luglio 2010, la cessione da parte di CDP dell'intera partecipazione detenuta in ENEL, in ottemperanza a quanto disposto dall'Autorità Garante per la concorrenza e il mercato.

Il mantenimento nella sfera pubblica della partecipazione del 17,36% del capitale di ENEL da parte di CDP equivarrebbe formalmente ad una ripubblicizzazione per un importo di circa 5,7 miliardi ai valori di bilancio al 30 giugno 2009. Al 30 giugno 2009 il valore di bilancio della partecipazione in ENEL di CDP era, infatti, pari a poco più di 5.665 milioni, con un costo di circa 6.315 milioni, con una variazione di *fair value* di circa -650 milioni. Al 31 dicembre 2008 il valore di bilancio della stessa partecipazione era di circa 2.838 milioni, ad un costo di 3.156 milioni, con una diminuzione di *fair value* di poco più di 318 milioni.

In ottemperanza alla ricordata decisione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, CDP dovrà tuttavia sottoporre al proprio CdA, entro il primo semestre 2010, una proposta di dismissione dell'intera quota partecipativa detenuta in ENEL, sulla base degli indirizzi che il MEF andrà a formulare nei prossimi mesi. In questo contesto il problema più difficile che lo stesso MEF dovrà risolvere è quello di rinvenire la copertura finanziaria necessaria per riacquistare l'accresciuta complessiva partecipazione azionaria di CDP in ENEL, avendo, come si è visto, anche il Dpef 2010-2013 appena ribadito – per ENEL, così come per ENI e

---

<sup>15</sup> Definizione dei criteri di privatizzazione e delle modalità di dismissione della partecipazione detenuta indirettamente dal Ministero dell'economia e delle finanze nel capitale di Tirrenia di Navigazione S.p.a..

Finmeccanica – l'intenzione di "mantenere l'attuale quota di controllo al fine di presidiare settori strategici per il Paese", pur nel contempo confermando anche la volontà di ottemperare alla decisione dell'Autorità Garante della Concorrenza. Nel documento, infatti, si indica esplicitamente che l'esigenza del mantenimento della quota pubblica "sarà perseguita nella valutazione delle opzioni più adeguate per realizzare la cessione entro luglio 2010 da parte della CDP dell'intera partecipazione detenuta in ENEL, in ottemperanza a quanto disposto dall'Autorità Antitrust".

Se si escludono, come sembra fare l'ultimo Dpef, sia l'ipotesi di una nuova e diversa pronuncia dell'Antitrust o di nuove proroghe, sia quella della cessione da parte di CDP della partecipazione in TERNA S.p.a. (che contrasterebbe con un'ottica di razionale politica industriale), in luogo di quella in ENEL, il problema – sicuramente non facile – da risolvere per il Tesoro sarà quello di trovare il finanziamento per il riacquisto della partecipazione di CDP in ENEL, il cui valore di mercato al 30 giugno scorso era pari, come si è visto, a circa 5,7 miliardi. A tal proposito, si potrebbe ritenere che al riacquisto della partecipazione in ENEL possa essere finalizzata la possibilità – prevista dal Dpef 2010-2013 – di cessione di quote di partecipazione in Poste Italiane e del capitale dell'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, nonché di apertura ai privati del capitale di SACE insieme con la quale, peraltro, CDP dovrà ora costituire un sistema di *export bank* a supporto del processo di internazionalizzazione delle nostre imprese.

Per completezza di trattazione va evidenziato che fra le ipotesi considerate ci sarebbe anche quella della distribuzione da parte di CDP di un dividendo straordinario pagato al Tesoro con il trasferimento delle azioni ENEL. Ciò che non è stato considerato nel dibattito che si è finora svolto sull'argomento è la circostanza che una quota del 30% delle azioni ENEL detenute da CDP – corrispondente alla partecipazione delle Fondazioni nel capitale CDP – andrebbe in realtà considerata come già formalmente privatizzata. Ignorare questo aspetto implica in realtà il convincimento inespresso che, a dispetto delle pronunce della Corte Costituzionale, la natura delle Fondazioni bancarie non sia davvero privatistica.

La vicenda richiama l'attenzione anche sulla continua evoluzione della missione imprenditoriale di CDP dopo la sua trasformazione in S.p.a. disposta dal DL 269/2003, posto che è ancora lungi dall'essersi conclusa la definitiva trasformazione della Società nell'auspicato modello dell'*investment bank*, e risultando ricorrentemente evidenti i rischi di devianza verso forme di surrettizio ritorno a modelli superati di presenza dello Stato nell'economia dettata da riflessi assistenziali, come pure in qualche modo è a suo tempo avvenuto con le motivazioni che furono alla base dell'acquisizione del pacchetto azionario di STM.

Si poteva sperare che la presenza delle Fondazioni nel capitale di CDP ed il ruolo significativo loro riservato nella *governance* della società fossero vissuti dalle Fondazioni medesime come un'opportunità per riuscire ad accelerare il processo di trasformazione della Cassa da pubblica amministrazione in operatore imprenditoriale a pieno titolo dei mercati finanziari. Sulla base dei risultati complessivamente conseguiti dalla Società in tutti gli esercizi finanziari post-trasformazione, si può ritenere che tale presenza abbia sicuramente contribuito a supportare una gestione orientata ad un efficace controllo dei costi ed alla massimizzazione, nell'immediato, del risultato. In ragione, invece, anche del limitato orizzonte temporale di presenza che si erano prefissato (2009), mancano elementi per poter affermare che le Fondazioni si siano realmente impegnate per la definizione e l'attuazione di una convinta politica aziendale innovativa di medio-lungo periodo, proiettata sui mercati internazionali.

Sulla base degli elementi di valutazione disponibili, quella delle Fondazioni appare piuttosto come un'ottica di breve termine. Lo dimostra anche il differimento

per un triennio – da loro richiesto - del termine fissato dallo Statuto per diventare azionisti ordinari di CDP, differimento che, se non è necessariamente indicativo di un orientamento al disimpegno – totale o parziale - sicuramente conferma la difficoltà per le stesse Fondazioni di giocare effettivamente un ruolo di investitori istituzionali.

#### 4. Il quadro legislativo ed istituzionale

Come richiamato in precedenza, la definizione di un nuovo quadro legislativo ed istituzionale fu un elemento fondamentale del processo di privatizzazione. Profonde riforme istituzionali erano infatti necessarie per trasformare un'economia largamente basata sull'intervento dello Stato ed un ordinamento finanziario ancora fondato su leggi concepite quando i controlli sui movimenti di capitali venivano considerati come uno strumento importante di politica economica, in un sistema guidato da regole di mercato e centrato su un moderno sistema finanziario. Durante gli anni Novanta, i governi che si sono alternati alla guida del Paese hanno perseguito politiche sostanzialmente in linea con questa impostazione, attuando una serie di riforme strutturali, di cui si dà conto nel seguito, mentre nell'Appendice I si tenta una dettagliata rassegna, anche evolutiva, del quadro normativo – nazionale e comunitario – relativo alle privatizzazioni.

Come rilevato nel *Libro Bianco sulle Privatizzazioni* del 2001<sup>16</sup>, va tenuto presente che, prima delle riforme che hanno riguardato l'ordinamento degli intermediari, dei mercati e delle società quotate ed il sistema di *governance* di interi settori industriali e dei servizi, non era raro trovare la stessa pubblica amministrazione contemporaneamente nella posizione di proprietario, soggetto titolare della politica industriale, regolatore e cliente, senza una chiara distinzione dei ruoli e delle responsabilità. Di qui gli interventi che hanno portato a definire i ruoli tra vari soggetti pubblici, distinguendo fra quello di azionista, attribuito al Tesoro, quello di responsabile per la politica industriale, demandato ai Ministri competenti, e quello di responsabile della regolamentazione tecnica e tariffaria, di norma affidato ad Autorità indipendenti di regolazione.

Ciò ha costituito una premessa indispensabile per poter avviare le privatizzazioni all'interno di un quadro di riforma in senso competitivo degli assetti strutturali di settori industriali di pubblica utilità.

Volendo schematizzare, e rinviando alle appendici per maggiori dettagli, gli ambiti di intervento possono essere suddivisi in quattro categorie principali. La prima serie di interventi hanno riguardato la privatizzazione formale delle società a partecipazione pubblica (SPP), ossia la trasformazione di enti della pubblica amministrazione in società per azioni. In secondo luogo, nuove procedure sono state stabilite per regolare le vendite delle società da privatizzare. In terzo luogo, sono stati stabiliti principi e istituzioni per regolare le industrie di rete. Infine, importanti innovazioni legislative hanno riguardato la *corporate governance* e la regolamentazione del sistema finanziario.

##### 4.1 Privatizzazione formale e riorganizzazione del settore delle Partecipazioni Statali

Il primo intervento legislativo volto a trasformare la forma giuridica delle SPP è stata la legge n. 218 del luglio 1990 ("legge Amato-Carli ") riguardante le banche pubbliche. L'obiettivo della legge era non solo la privatizzazione formale, ma anche lo stimolo al consolidamento dell'assetto dell'industria bancaria attraverso operazioni di fusione e acquisizione. Questa legge consentiva di trasformare le banche pubbliche da enti pubblici in società per azioni, in molti casi separando l'ente di origine in una "fondazione" e una società commerciale,

---

<sup>16</sup> Cfr. pp. 23-24.

quest'ultima posseduta al 100% dalla prima. Le fondazioni avrebbero potuto cedere fino al 49% del capitale ad azionisti privati.

La natura giuridica delle fondazioni bancarie è stata a lungo oggetto di dibattito: formalmente entità autonome senza fini di lucro, a cui è stato affidato un capitale i cui proventi possono essere utilizzati per finanziare attività di interesse pubblico, esse di fatto svolgono una funzione di controllo di un'attività commerciale.

In ogni caso, a partire dal 2003, a seguito della sentenza n. 300 della Corte Costituzionale<sup>17</sup>, sulla natura giuridica delle Fondazioni non dovrebbero sussistere più dubbi. Infatti, il giudice delle leggi ha escluso che le fondazioni di origine bancaria e la loro attività possano rientrare in una nozione, per quanto lata sia, di pubblica amministrazione in senso soggettivo e oggettivo.

Un'altra legge fondamentale per la privatizzazione formale delle SPP fu la n. 359 dell'agosto 1992. Questa legge trasformava le *holding* pubbliche IRI, ENI, INA, e ENEL in società per azioni, determinando criteri obiettivi per la determinazione del patrimonio netto. Per legge, le azioni delle SPP di nuova costituzione e di BNL e IMI, furono trasferite al Ministero del Tesoro che diventò titolare dei diritti patrimoniali e di controllo per conto del Presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto con il Ministero del Bilancio e della Programmazione Economica e il Ministero dell'Industria.

La stessa legge incaricò il Tesoro di predisporre entro tre mesi una bozza per il piano di riorganizzazione delle *holding* statali, possibilmente finalizzato all'eventuale vendita (parziale), trasferimento o scambio di azioni nel contesto di operazioni di fusione e acquisizione. Il programma doveva prevedere la possibilità della quotazione in borsa delle società riorganizzate e la destinazione dei proventi alla riduzione del debito pubblico.

La legge n. 33 del febbraio 1993 liquidò l'EFIM, un conglomerato in grave situazione di dissesto, con partecipazioni soprattutto nell'industria manifatturiera. La Commissione di liquidazione era stata incaricata di presentare al MEF, entro il 1992, un piano riguardante tutte le società precedentemente controllate dall'EFIM e dalle sue sussidiarie, indicando quale portafoglio di società, o parti delle loro attività, poteva essere trasferito a terzi, e quale parte invece non era trasferibile (indicando le procedure adeguate per la loro liquidazione), oltre ad un piano di riorganizzazione triennale per le acciaierie. Il piano doveva inoltre indicare la tempistica e la successione delle operazioni finalizzate alla razionalizzazione delle attività (fusioni, rifinanziamenti, ricapitalizzazioni, nuove capitalizzazioni, ecc.), il loro impatto sulle forze lavoro ed i risultati attesi.

Infine la legge n. 202 del giugno 1993 sopprimeva il Ministero delle Partecipazioni Statali a partire dal 22 febbraio 1993 e trasferiva tutte le partecipazioni azionarie residue al Tesoro.

#### 4.2 Procedure di privatizzazione

Le procedure di vendita delle partecipazioni statali furono inizialmente fissate da due delibere del Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (CIPE) e quindi incorporate nel testo unico della legge sulle privatizzazioni (legge n. 474 del luglio 1994, vedere Appendice II).

Le due delibere iniziali determinarono i possibili metodi di privatizzazione, tra cui offerte pubbliche di vendita (OPV), procedure competitive, collocamenti

---

<sup>17</sup> Sentenza 24-29 settembre 2003, n. 300, Presidente Chieppa, Redattore Zagrebelsky.

diretti e negoziazioni e stabilirono i principi per la fissazione del valore e per la selezione dei consulenti, e per il coordinamento dell'intero processo. È importante ricordare che queste prime delibere indicavano una chiara preferenza verso la diffusione della proprietà azionaria attraverso OPV con *underpricing*<sup>18</sup>, allocazioni preferenziali agli azionisti di minoranza, e *bonus share*<sup>19</sup>. Nella legge veniva tuttavia presa in considerazione anche la possibilità di creare nuclei stabili di azionisti e di attribuire poteri speciali allo Stato. Ad entrambe queste possibilità si sarebbe poi fatto ricorso con l'introduzione della *golden share* e con un uso sempre più ampio (non limitato alle dismissioni delle partecipazioni non di controllo di importo non superiore a 100 milioni) alla trattativa diretta con i potenziali acquirenti, con la motivazione che, diversamente da quanto accade per l'OPV, tale procedura consente di espletare le operazioni in tempi molto più brevi e con maggiore flessibilità. Con il rischio, tuttavia, di violare il principio della trasparenza e della non discriminazione, a vantaggio degli acquirenti prescelti rispetto a tutti gli altri potenziali acquirenti. Oltre che di rinunciare a perseguire l'obiettivo dichiarato della diffusione del modello della *public company*.

Proprio al fine di garantire la trasparenza e di adottare le migliori pratiche internazionali, venne istituito il *Comitato Permanente di Consulenza Globale e di Garanzia* – composto dal Direttore generale del Tesoro e da quattro esperti indipendenti<sup>20</sup> – con il compito di fornire raccomandazioni sul calendario delle vendite, sui metodi di privatizzazione e sulla selezione degli *advisors* legali e finanziari, del cui ruolo effettivamente svolto si tratterà nel successivo paragrafo 5.6.

La legge n. 474 del luglio 1994 ribadiva le indicazioni delle precedenti delibere CIPE, subordinando inoltre la privatizzazione delle *utilities* alla creazione di autorità indipendenti. Questa legge stabilisce, fra l'altro, la possibilità di introdurre nello statuto di società privatizzate, operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, dell'energia e delle *utilities*, la cd. *golden share*, che definisce i poteri speciali così come indicati nel successivo paragrafo 5.5. La specificazione dettagliata di tali poteri è stabilita con decreto del Ministero del Tesoro, di concerto con il Ministero dell'Industria. La legge permette inoltre l'introduzione nello statuto societario di un limite del 5% al possesso azionario per ciascun singolo azionista o gruppo di azionisti che agiscono attraverso un patto di sindacato. Tale limite non è vincolante nel caso di offerta per rilevare la maggioranza dei voti, cioè nelle OPA (Offerte Pubbliche d'Acquisto). Nelle società dove tale limite è presente, la legge dà la possibilità agli azionisti di minoranza (che possiedono almeno l'1% del capitale) di accedere, tramite il voto di lista, al consiglio d'amministrazione. Infine, nel caso di società privatizzata attraverso OPV, la legge obbliga a rendere pubblici i patti di sindacato e l'OPA parziale.

Obiettivo prioritario, ancorché non unico, del processo di privatizzazione italiano è stato quello di migliorare le condizioni della finanza pubblica e in particolare di ridurre il debito pubblico. In questa direzione, il governo ha regolamentato l'allocazione dei proventi di privatizzazione costituendo il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. Seguendo le indicazioni della Commissione Europea ed i principi Eurostat che vietano l'uso diretto degli introiti delle privatizzazioni per finanziare l'indebitamento, la legge n. 432 dell'ottobre 1993

---

<sup>18</sup> Fissazione del prezzo dell'OPV al di sotto del suo valore di mercato, resa evidente dalla differenza fra prezzo di offerta e prezzo della prima negoziazione.

<sup>19</sup> La *bonus share* è un'azione che viene distribuita gratuitamente per una data quantità di azioni acquisite e mantenute per un determinato periodo di tempo.

<sup>20</sup> Come già anticipato e come si vedrà meglio al successivo paragrafo 5.6, il numero degli esperti verrà ridotto a due dal DPCM 4 maggio 2007, ai sensi dell'art. 29 del DL 223/2006.

stabilisce che i proventi delle privatizzazioni sono destinati al Fondo di ammortamento dei titoli di stato.

Nel contraddittorio svoltosi in occasione dell'Adunanza di esame del referto, l'Amministrazione ha voluto sottolineare come le operazioni di privatizzazione realizzate nel periodo considerato siano avvenute, in linea con la politica industriale dei Governi che si sono succeduti, sulla base di specifiche norme di riferimento (soprattutto delibera Cipe del 30 dicembre 1992 e legge 474/94) - puntualmente osservate dall'Amministrazione in ogni fase delle procedure di dismissione realizzate - che, in ottemperanza anche a disposizioni comunitarie, hanno fissato termini e modalità di realizzazione del processo in grado di garantire la trasparenza dei processi di privatizzazione e di evitare possibili distorsioni o condizioni di favore.

In particolare, la legge 474/94 prevede per ciascuna operazione l'emanazione di un Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, ovvero di un Decreto del Ministro dell'economia e delle finanze in caso di partecipazioni non di controllo di valore inferiore ai 50 milioni di euro, per l'individuazione delle modalità di alienazione. La legge 474/94 ha anche previsto la trasmissione al Parlamento da parte del Ministro di relazioni semestrali sulle operazioni di cessione delle partecipazioni, tramite le quali l'Amministrazione ha fornito nel dettaglio ogni informazione relativa ai processi di privatizzazione.

In merito alla privatizzazione dei servizi di pubblica utilità, la legge 481/95 ha previsto che il Governo definisca i criteri per la privatizzazione di ciascuna impresa e le relative modalità di dismissione trasmettendoli al Parlamento, al fine di acquisire il parere delle competenti Commissioni parlamentari per l'emanazione del DPCM previsto dalla legge 474/94.

Pertanto, secondo l'Amministrazione, le procedure di cessione sono state di volta in volta definite attraverso un processo di approfondita analisi (che, come detto, per i servizi di pubblica utilità, ha investito anche il Parlamento) delle più opportune modalità operative di realizzazione, nel presupposto, comunque garantito e da garantire, di trasparenza e non discriminazione tra i soggetti potenziali acquirenti.

Nonostante le assicurazioni dell'Amministrazione, dal prosieguo dell'analisi emergeranno alcune evidenti criticità proprio in ordine al sicuro e compiuto rispetto dei principi di trasparenza e di non discriminazione nelle procedure seguite.

#### *4.3 Regolazione del settore delle utilities*

Prima dell'avvio su larga scala del processo di privatizzazione, il confine tra Stato in qualità di azionista e Stato come regolatore rimaneva indefinito. Alle imprese pubbliche direttamente o indirettamente coinvolte nella regolazione di servizi pubblici erano spesso concesse condizioni speciali. L'autorità di regolazione delle tariffe era formalmente attribuita ad uno speciale comitato governativo (Comitato Interministeriale Prezzi, CIP), che, tuttavia, spesso coinvolgeva e consultava il management delle società pubbliche per la fissazione dei prezzi nei rispettivi settori di attività. La responsabilità sulle questioni di regolazione si presentava quindi estremamente dispersa tra diversi ministeri e livelli della pubblica amministrazione. Come conseguenza, le imprese pubbliche godevano di una forte posizione monopolistica che determinava in generale inefficienze nella fornitura di servizi pubblici.

La decisione di privatizzare produce indubbiamente decisivi cambiamenti nel regime regolatorio. In particolare, per essere efficace una privatizzazione implica una separazione netta del ruolo duale dello Stato come azionista e

regolatore per ridurre i possibili conflitti di interesse. Il governo potrebbe essere tentato di garantire *ex ante* un quadro regolatorio di favore per facilitare la vendita e massimizzare i proventi della società da privatizzare, e successivamente espropriare i profitti della società privatizzata attraverso una diversa tassazione o un cambio imprevedibile della regolazione. Il nuovo quadro normativo dovrebbe quindi presentarsi come *credibile* agli occhi degli investitori domestici ed esteri e segnalare l'impegno del governo ad attuare riforme favorevoli al mercato. Inoltre, è stato dimostrato che la privatizzazione comporta un *trade-off* tra efficienza allocativa e produttiva: per il diverso sistema di incentivi le imprese privatizzate tendono a produrre beni e servizi in modo più efficiente, ma problemi informativi rendono loro più difficile il perseguimento di obiettivi sociali. La regolazione deve, per conseguenza, essere disegnata accuratamente, in modo da evitare tali distorsioni e correggere le inefficienze del mercato.

Nel corso degli anni '90 l'Italia ha profondamente cambiato il suo quadro regolatorio allo scopo di massimizzare i benefici della privatizzazione. Il primo importante passo in questa direzione è stata l'istituzione di Autorità di Regolazione Indipendenti (ARI) nel settore delle *utilities* con la legge n. 281 del 1995. Scopo della legge era quello di promuovere concorrenza ed efficienza dei diversi settori (elettricità, gas, telecomunicazioni), fissando un sistema di tariffe trasparente e certo, in grado di bilanciare gli interessi dei consumatori finali e delle società operatrici del servizio. In particolare, la legge stabilisce che le ARI debbano operare in completa autonomia e indipendenza. L'ambito di attività delle ARI è molto ampio: ad esse è affidato il compito di regolare l'accesso al mercato nei rispettivi settori di competenza, definire gli obblighi di servizio universale, regolare i regimi di concessione e di accesso a dotazioni essenziali quali le reti, e infine svolgere un ruolo di indagine e di accertamento di comportamenti lesivi da parte degli operatori regolati.

Nel settore delle telecomunicazioni l'istituzione dell'Autorità fu accompagnata da una serie di provvedimenti ritenuti atti ad eliminare diverse barriere, sia per la linea fissa che per il servizio di telefonia mobile. Telecom Italia tuttora detiene la maggiore quota del mercato di telefonia fissa, anche se questa continua a ridursi, soprattutto nei servizi internazionali a lunga distanza. Al 2003 le tariffe di telefonia fissa mostravano una riduzione complessiva del 30 per cento rispetto al 1998, anno di entrata in vigore della direttiva europea sulla liberalizzazione del settore. Il comparto della telefonia mobile è uno dei più importanti d'Europa, il maggiore in termini di penetrazione, con 4 diversi operatori GSM e 5 licenze 3G concesse nel 2000, una delle quali operativa già nel 2002.

Anche il settore dell'elettricità è stato profondamente riformato con la liberalizzazione sancita dal Decreto Legislativo n. 79 del 1999 (il c.d. Decreto Bersani). La legge, che recepiva la direttiva europea di liberalizzazione del settore, stabiliva che dall'1 gennaio 2003 ciascuna singola impresa non potesse produrre o importare più del 50% dell'elettricità complessivamente prodotta o importata a livello nazionale. Sulla base della nuova normativa è stata quindi avviata la separazione societaria di tre società di produzione di energia elettrica per una potenza installata complessiva di 15.000 MW. Inoltre, allo scopo di garantire la trasparenza e limitare i sussidi incrociati, la legge imponeva la separazione societaria tra generazione, trasmissione e distribuzione, dando origine quindi a tre distinti operatori. Infine, la normativa stabiliva ruoli e responsabilità del gestore del sistema di trasmissione (TSO), costituito in società e attribuito al MEF, e del gestore del mercato elettrico, destinato a divenire operativo ad uno stadio più avanzato del processo di liberalizzazione, quando si fosse creato un contesto più competitivo, sia per produzione che per distribuzione.

Da evidenziare che i processi di regolamentazione e di liberalizzazione, come si rileva nel Libro bianco sulle privatizzazioni<sup>21</sup>, spesso hanno preceduto e non seguito le privatizzazioni: dopo l'istituzione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato nel 1990, la privatizzazione di Telecom Italia (ottobre 1997) è stata preceduta dalla istituzione dell'Autorità per le garanzie delle comunicazioni (luglio 1997). Allo stesso modo, la dismissione di ENEL del novembre 1999 ha fatto seguito alla creazione dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas del novembre '95 e al decreto n.79 del marzo '99, di riforma del settore elettrico.

Malgrado il nuovo quadro normativo, il mercato italiano, tuttavia, presenta ancora un'elevata concentrazione e una concorrenza debole, con ENEL che mantiene una posizione dominante (60% della capacità di generazione elettrica nel 2002). Per conseguenza, i consumatori non hanno goduto dei benefici di privatizzazione e liberalizzazione, data la difficoltà di accesso al mercato di altri operatori nel settore. Allo scopo di stimolare gli investimenti di altri soggetti, nel 2002 il Ministero dell'Industria ha disposto per decreto che siano facilitate le procedure autorizzative per l'installazione di impianti con capacità di generazione superiore a 300 MW.

Anche il mercato del gas naturale venne fortemente liberalizzato con il Decreto Legislativo n. 164 del 2000. A recepimento della direttiva europea, si stabiliva che nessuna società potesse detenere una quota di mercato superiore al 50% e distribuire più del 75% del gas trasportato attraverso il sistema di gasdotti nazionale. Anche in questo settore la legge ha imposto la separazione societaria tra operatori di stoccaggio, trasporto e distribuzione, dando luogo alla vendita tramite offerta pubblica della rete di trasmissione, Snam Rete Gas, in precedenza parte integrante del gruppo Eni.

#### 4.4 La corporate governance

Come indicato in precedenza, il processo di privatizzazione italiano è stato disegnato anche allo scopo di promuovere una proprietà diffusa delle imprese cedute sul mercato azionario. Questa politica mirava alla creazione di una nuova classe di piccoli azionisti, tipicamente investitori di minoranza, al tempo assai poco sviluppata sul mercato azionario domestico. Favorire e sostenere la loro domanda di azioni, anzitutto di società privatizzate, ma anche di società private già quotate, richiedeva un profondo miglioramento dei sistemi di *corporate governance*.

Con l'entrata in vigore del Testo Unico sulla Finanza (Decreto Legislativo n. 58 del febbraio 1998, la cosiddetta Legge Draghi), furono introdotti importanti cambiamenti al diritto societario, in particolare rispetto alle società quotate. La Legge Draghi aveva come scopo quello di consolidare le basi normative del funzionamento del mercato finanziario, avvicinandolo negli *standard* di *corporate governance* a quello dei paesi economicamente più avanzati. La legge razionalizzava un complesso e disorganico *corpus* normativo accumulatosi nel tempo, ricomprendendo in un singolo testo unico oltre 30 singole leggi sino ad allora in vigore.

La nuova disciplina colmò il divario normativo italiano in materia di intermediazione finanziaria, introducendo regole moderne, flessibili, e in una certa misura innovative, riguardanti i mercati finanziari, la negoziazione di titoli e i servizi finanziari, l'*insider trading*, l'informazione al mercato, agiotaggio e turbativa dei prezzi, la *corporate governance* e i diritti degli investitori di

---

<sup>21</sup> Pag. 24.

minoranza, oltre alle regole sulle offerte pubbliche di acquisto. La logica di questa legge era di assicurare un adeguato livello di stabilità e di integrità alle operazioni sui mercati finanziari, lasciando al contempo sufficiente libertà di azione alle forze competitive sul mercato. Con quest'intento, l'approccio fu indirizzato principalmente alla fissazione di principi generali e di condizioni minime, affidando alle autorità di supervisione, in particolare alla Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), il compito di stabilire regole specifiche attraverso la normazione secondaria.

Le principali innovazioni contenute nella Legge "Draghi" riguardavano tre aree: i) la trasparenza e la diffusione di informazioni; ii) la protezione degli azionisti di minoranza; iii) la contendibilità del controllo e le offerte pubbliche d'acquisto (OPA).

Per quanto attiene alla trasparenza, veniva previsto l'obbligo per la società emittente di pubblicare un prospetto contenente tutte le informazioni necessarie all'investitore per una valutazione della situazione finanziaria della società, dei prodotti finanziari offerti e dei relativi diritti, prevedendo che fosse la Consob a stabilire successivamente regole e linee guida per il contenuto informativo del prospetto, oltre alla definizione di codici e di principi per gli emittenti di prodotti finanziari. La legge sancisce anche l'obbligo per le società quotate di rendere pubbliche le informazioni riguardanti patti tra azionisti o altre notizie non di pubblico dominio, idonee, se rese pubbliche, ad influenzare sensibilmente il prezzo dei relativi strumenti finanziari quotati, affidando ancora alla Consob il compito di monitorare l'accuratezza delle informazioni fornite agli investitori.

La legge ha fortemente migliorato la protezione legale degli azionisti di minoranza. Innanzitutto, la soglia per convocare un CDA in seduta straordinaria è stata abbassata dal 20 al 10% del capitale sociale, o inferiore se esplicitamente previsto dallo statuto sociale. In secondo luogo, si è introdotto il voto per corrispondenza degli azionisti. Infine, agli azionisti che rappresentano il 5% del capitale è stato attribuito il diritto di agire in giudizio contro componenti del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e direttori generali o di denunciare gravi irregolarità commesse da amministratori o membri del collegio sindacale.

Cambiamenti significativi riguardarono anche la normativa sulle c.d. scalate societarie, sulla base di due principi ispiratori: la protezione degli azionisti di minoranza dovrebbe garantire loro il diritto di uscire dall'investimento a condizioni simili a quelle precedenti l'offerta, ma anche di ricevere una parte del premio per il controllo; il trasferimento del controllo dovrebbe essere facilitato.

Dopo un lungo dibattito, la soluzione adottata imponeva l'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità delle azioni a qualsiasi soggetto che - a seguito di acquisto a titolo oneroso - arrivasse a detenere una quota di capitale ordinario superiore al 30%.

Complessivamente, la Legge Draghi ha certamente apportato notevoli miglioramenti agli standard di *corporate governance* e soprattutto alla protezione legale garantita agli azionisti di minoranza, stimolando l'attivismo degli investitori istituzionali, migliorando il monitoraggio del mercato e la trasparenza delle informazioni, consentendo una maggiore contendibilità del controllo di società quotate<sup>22</sup>. Come mostra la Tabella 3, questo nuovo quadro normativo incrementò

---

<sup>22</sup> I miglioramenti nella *corporate governance* sono stati chiaramente rilevati attraverso elaborazioni effettuate nel 1999<sup>22</sup>, sulla scorta delle quali la riforma avrebbe determinato un miglioramento misurabile in 3 punti sulla scala da 0 a 6 dello *Shareholder's Right Index*, un indicatore che utilizza come parametri per i diritti degli azionisti: (i) i voti cumulativi per gli amministratori; (ii) il voto per corrispondenza; (iii) la possibilità di agire legalmente contro gli amministratori; (iv) il deposito

la posizione italiana da 1 a 4, un valore vicino alla media dei Paesi a tradizione giuridica di matrice anglosassone (*common law*) e ben superiore alla media di quelli appartenenti alla tradizione giuridica di *civil law*, di cui l'Italia fa parte.

**Tabella 3 - La Protezione dell'Investitore nel Mondo**

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

Fonte: La Porta e Altri (1999)

Nonostante tutte le migliorie apportate nel corso degli ultimi anni, non si può evitare in questa sede di richiamare l'attuale crisi mondiale e gli scandali americani (e non solo) che l'hanno accompagnata. Si è posto in modo

---

obbligatorio delle azioni prima dell'assemblea; (v) la soglia del 10% del capitale sociale per convocare il CDA in seduta straordinaria; (vi) il diritto di prelazione degli azionisti esistenti per nuove emissioni.

drammatico il problema di assicurare l'efficacia del ruolo degli organi di amministrazione e controllo degli emittenti quotati di fronte a rischi di comportamenti opportunistici da parte di chi dispone dei poteri di gestione della società. Il "fallimento" dei presidi interni alle società è apparso essere una delle cause fondamentali della mancata prevenzione e della non tempestiva rilevazione degli abusi.

Inizialmente, si era ritenuto che le imprese europee sarebbero rimaste indenni da quei problemi, che apparivano riflettere le debolezze e le contraddizioni di un modello di controllo fortemente manageriale e di un sistema di vigilanza che aveva sottovalutato alcune funzioni chiave, quali la revisione contabile, la diffusione di rilevanti piani di *stock option* e l'ampio e disinvolto uso di strumenti derivati.

I casi Cirio e Parmalat (nel 2003) hanno mostrato le debolezze dei sistemi di governo societario basati invece sul controllo familiare. Casi analoghi si sono presentati in altri mercati europei, mostrando con chiarezza che ci si trovava di fronte ad una crisi quasi generalizzata. L'Unione Europea ha così accelerato il piano di riforma della regolamentazione dei mercati finanziari, per rafforzare l'integrità del mercato e la tutela dei risparmiatori e garantire strumenti più incisivi di intervento alle Autorità di vigilanza. In particolare la direttiva sugli abusi di mercato del 2003 costituisce un punto di partenza per la costruzione di modelli di vigilanza. In Italia, dopo il recepimento di tale direttiva, è stata emanata la legge di riforma del risparmio, ossia la legge 262/05, "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari". Si tratta di una riforma molto complessa, volta a rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza e ad accrescere la trasparenza, che modifica sia il d.lgs. 24 febbraio 1998 (Tuf), sia il codice civile.

La parte specificatamente riguardante le società quotate stabilisce che è obbligatoria la partecipazione di almeno un rappresentante dei soci di minoranza negli organi di amministrazione e controllo di tali società. Seguono disposizioni finalizzate ad assicurare la conoscenza dei legami tra le società quotate e società estere residenti in Stati che non garantiscono la dovuta trasparenza (società *offshore*) e norme che, modificando le modalità della concessione del credito tra banche e propri azionisti, cercano di prevenire il conflitto di interessi tra questi soggetti.<sup>23</sup>

L'art. 18, poi, si occupa della disciplina relativa alla revisione dei conti delle società quotate. La novità di maggior rilievo riguarda la durata massima dell'incarico di revisore fissata in sei esercizi e rinnovabile una sola volta, ma dopo tre anni dall'incarico precedente e previa sostituzione del responsabile della revisione. La norma ha il fine di evitare che tra controllore e controllato si creino rapporti troppo stretti, che, di frequente, hanno causato azioni fraudolente a danno dei risparmiatori.

---

<sup>23</sup> Molto interessante, in particolare, è il principio stabilito dall'art. 11 in tema di circolazione in Italia di strumenti finanziari collocati presso investitori professionali e dei relativi obblighi informativi in caso di successiva circolazione di prodotti finanziari destinati a soli investitori professionali. Gli investitori professionali che li trasferiscono ad acquirenti che non sono investitori professionali rispondono della solvenza dell'emittente nei loro confronti, per la durata di un anno dall'emissione, salvo il caso in cui l'intermediario consegni al cliente un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob. Altra norma a protezione degli investitori è quella che prevede che i soggetti abilitati classificano, sulla base di criteri generali definiti dalla Consob, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e rispettino il principio dell'adeguatezza fra le operazioni consigliate agli investitori, o effettuate per conto di essi, e il profilo finanziario di ciascun cliente, determinato sulla base della sua esperienza in materia di investimenti in prodotti finanziari.

Le disposizioni più importanti concernenti le autorità di vigilanza riguardano senza dubbio la riforma della Banca d'Italia. L'art. 19 afferma che la Banca d'Italia è un istituto di diritto pubblico, ribadendo così il carattere di indipendenza dell'Istituto nelle sue attività di vigilanza e di regolamentazione e la sua appartenenza al sistema europeo delle banche centrali, con l'obbligo di seguire gli indirizzi e le istruzioni della Banca Centrale Europea. Le novità riguardano il mandato a termine del Governatore.

In merito alle autorità di vigilanza, in generale si afferma che le Autorità che hanno competenza sui mercati finanziari sono: la Banca d'Italia, la Consob, l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (Isvap), la Commissione di vigilanza sui fondi pensione (Covip) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato (Antitrust). Tali Autorità, nel rispetto della reciproca indipendenza, si coordinano per l'esercizio delle competenze ad esse attribuite e collaborano tra loro, anche mediante scambio di informazioni, per agevolare l'esercizio delle rispettive funzioni.

In riferimento alle sanzioni, va rilevato l'inasprimento delle pene per il reato di false comunicazioni sociali, quando le comunicazioni riguardano una società quotata in Borsa e cagionano un grave danno ai risparmiatori. Altro strumento importante è quello del Codice di autodisciplina degli emittenti. In Italia è stato istituito il "Comitato per la *corporate governance* delle società quotate" e la Borsa Italiana ha emanato a fine 1999 uno schema di "Codice di autodisciplina" a cui le società quotate italiane sono state invitate ad adeguarsi mediante l'adozione di normative interne coerenti con le finalità e con le discipline del Codice medesimo. Fermo restando il principio della libertà degli emittenti quotati di aderire, anche parzialmente, al Codice di autodisciplina, viene introdotto un controllo di natura pubblica che integra l'autoregolamentazione degli emittenti. I principi generali sono stati enunciati nell'ultima elaborazione del Codice di autodisciplina del 2006 edito dal Comitato per la *Corporate Governance* e da Borsa Italiana Spa.<sup>24</sup>

---

<sup>24</sup> I principi generali del Codice di Autodisciplina sono i seguente: "L'adesione al presente Codice di Autodisciplina è volontaria. La società con azioni quotate ("emittente") che aderisce, in tutto o in parte, al Codice ne dà annualmente informazione al mercato, nei termini e con le modalità stabilite dalle disposizioni di legge e di regolamento applicabili, precisando quali raccomandazioni del Codice siano state effettivamente applicate dall'emittente e con quali modalità. In alcuni casi, il Codice stesso chiarisce il contenuto delle informazioni da fornire al mercato. L'obbligo informativo è riferito ai principi ed ai criteri applicativi contenuti in ciascun articolo del Codice. Gli emittenti sono peraltro invitati a tenere conto delle indicazioni e degli auspici espressi nel commento riportato in calce a ciascun articolo. Con riferimento ai principi e ai criteri applicativi che contengono raccomandazioni rivolte agli emittenti, o ai loro amministratori o sindaci o azionisti ovvero ad altri organi o funzioni aziendali, ogni emittente fornisce informazioni accurate e di agevole comprensione, se pur concise, sui comportamenti attraverso i quali dette raccomandazioni sono state concretamente applicate nel periodo cui si riferisce la relazione annuale. Qualora l'emittente non abbia fatto proprie, in tutto o in parte, una o più raccomandazioni, fornisce adeguate informazioni in merito ai motivi della mancata o parziale applicazione. Nel caso in cui i principi e i criteri applicativi contemplino comportamenti opzionali, è richiesta una descrizione dei comportamenti osservati, non essendo necessario fornire motivazioni in merito alle scelte adottate. Per quanto riguarda i principi e i criteri applicativi aventi contenuto definitorio, in mancanza di diverse indicazioni dell'emittente, si presume che lo stesso vi si sia attenuto. Nel contesto del Codice l'adempimento informativo annuale è definito come "relazione sul governo societario". Borsa Italiana monitora lo stato di applicazione del presente Codice da parte degli emittenti e l'evoluzione del quadro normativo di riferimento. Un collegio di tre esperti, scelti tra persone autorevoli e di specchiata reputazione, dotate di specifica competenza ed esperienza con riguardo al funzionamento degli emittenti e dei mercati regolamentati, su segnalazione di Borsa Italiana, valuta se sia opportuno o necessario procedere ad un adeguamento del Codice. In caso positivo, Borsa Italiana investe il Comitato delle conseguenti determinazioni. Il presente Codice sostituisce quello redatto nel 1999, così come rivisitato nel 2002. Gli emittenti sono invitati ad applicare il presente Codice entro la fine dell'esercizio che inizia nel 2006, informandone il mercato con la relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2007".

La complessità della nuova attività di vigilanza ha indotto il legislatore a considerare come punto di riferimento la Consob e gli organi di controllo interno. Ad essi ora compete una diretta responsabilità di vigilanza sull'effettivo adeguamento alle disposizioni del Codice e sono attribuiti tutti i poteri e gli strumenti necessari per effettuare le valutazioni sostanziali che la disciplina richiede. Inoltre le Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana prevedono la predisposizione da parte del Consiglio di amministrazione di una relazione annuale sulla *corporate governance* con informazioni sull'adesione al Codice e con l'indicazione delle motivazioni della mancata o solo parziale adesione allo stesso.

#### 4.5 La regolazione del mercato azionario

Agli inizi degli anni '90, il mercato azionario italiano appariva decisamente sottosviluppato se confrontato con quelli dei maggiori paesi industrializzati. Come evidenziato da studi condotti nel 1996<sup>25</sup>, tra i fattori determinanti di questa arretratezza erano sicuramente l'inefficienza della microstruttura del mercato, la presenza di una serie di disincentivi a quotarsi e una domanda strutturalmente debole. Come già accennato, il processo di privatizzazione ha parzialmente contribuito a risolvere quest'ultimo problema, stimolando la domanda grazie alle nuove opportunità di investimento offerte dalle imprese privatizzate. Questo processo costituì certamente una spinta decisiva per lo sviluppo del mercato azionario, consentendogli di uscire dalla trappola della scarsa liquidità cui era costretto, in combinazione con innovazioni istituzionali e normative che migliorarono in misura sostanziale l'efficienza dei meccanismi di scambio.

Le disposizioni più rilevanti sono contenute nella legge di riforma del mercato mobiliare del 1991, che rendeva obbligatoria dal 1992 la negoziazione di titoli solo sul mercato regolamentato ed istituiva soggetti autorizzati alla negoziazione di titoli per conto terzi - gli intermediari finanziari. Da una parte, il divieto di scambio OTC (*over the counter*, ovvero fuori dal mercato di scambi regolamentato) si affermò decisamente e contribuì anche a ridurre la migrazione di capitali verso il mercato londinese SEAQ, da sempre attrattivo per la sua evoluta piattaforma di *trading*. Dall'altra parte, la nuova regolamentazione sulle società di intermediazione finanziaria impose a sua volta nuove regole di divulgazione delle informazioni che contribuirono a migliorare ulteriormente la trasparenza del mercato<sup>26</sup>.

Il sistema di negoziazione, esecuzione e regolamentazione degli scambi venne profondamente trasformato, con il passaggio graduale dal sistema "delle grida" ad un sistema telematico "in continua" completato nel 1994, con la fine dell'esenzione delle vendite "ai blocchi" nel 1992 e con l'unificazione delle borse regionali minori in un'unica piattaforma telematica.

---

<sup>25</sup> Majnoni, G., Massa, M. (1996). Share Prices and Trading Volume: Indications of Stock Exchange Efficiency, Banca d'Italia - Temi di Discussione del Servizio Studi No. 263.

<sup>26</sup> Majnoni e Massa, 1996, cit..

## 5. Criteri e metodi di pianificazione strategica e di gestione operativa delle operazioni di privatizzazione

### 5.1 Priorità alla privatizzazione delle banche

La dismissione delle partecipazioni detenute nel sistema bancario era considerata un elemento strategico per il successo del programma di privatizzazione. Innanzitutto, la privatizzazione bancaria italiana si sarebbe inserita nel contesto di una profonda modernizzazione e liberalizzazione degli altri mercati europei, stimolando l'efficienza dell'industria e contribuendo alla mobilitazione dei risparmi delle famiglie verso investimenti più produttivi, dando così impulso alla crescita economica. Secondo, un settore bancario più competitivo avrebbe sviluppato il ramo dell'*investment banking* e i servizi di *capital markets*, due linee di business che sarebbero state utili nelle privatizzazioni di società operanti anche in settori non finanziari. Terzo, le banche universali si sarebbero specializzate nell'*asset management* e avrebbero assunto il ruolo di azioniste nelle nuove società privatizzate. In ultimo, cominciare con la dismissione di banche molto forti e potenzialmente competitive sarebbe stata la miglior scelta possibile poiché avrebbe attirato l'attenzione di investitori sia domestici che esteri, avrebbe migliorato la credibilità e rivitalizzato il mercato azionario italiano

Con l'obiettivo di cogliere tutti i benefici derivanti dalla privatizzazione, all'inizio degli anni '90 il governo lanciò un'ambiziosa riforma strutturale del settore bancario. Allora l'Italia era il paese europeo nel quale il controllo pubblico delle banche era il più elevato: il 74,5%, a fronte di 61,2% in Germania, 36% in Francia e 0% nel Regno Unito. Il processo di riforma attuato ha portato all'azzeramento della proprietà pubblica nelle banche italiane, andando così ben oltre Germania e Francia che pur riducendo il controllo pubblico nel sistema bancario, hanno tuttavia mantenuto una presenza pubblica più che significativa – rispettivamente 52% e 31% (Tabella 4).

**Tabella 4 - Proprietà pubblica nelle banche (% media)**

| Paese                 | 1992 | 1994 <sup>(1)</sup> | 1997 | 2000 |
|-----------------------|------|---------------------|------|------|
| Francia               | 36   | 36                  | 31   | n.d. |
| Germania              | 61,9 | 52                  | 52   | n.d. |
| Italia <sup>(2)</sup> | 74,5 | 62                  | 36   | 0,1  |
| Regno Unito           | 0    | 0                   | 0    | 0    |
| USA                   | 0    | 0                   | 0    | 0    |

(1) 1995 per l'Italia

(2) I dati del 1997 e del 2000 non includono le partecipazioni detenute dalle fondazioni che, secondo la legge italiana, sono enti privati.

Fonte: Inzerillo e Missori (2002)

Il primo importante passo del processo di riforma attuato è rappresentato dalla cosiddetta legge "Amato-Carli", legge delega n. 218 del luglio 1990 (cfr. Appendice I). La nuova legislazione modificava lo status giuridico delle banche pubbliche di risparmio trasformandole in società di capitali a responsabilità limitata. Di fatto la legge forniva un quadro normativo che conteneva un insieme di incentivi fiscali volti a consolidare il settore bancario e rafforzare il sistema

finanziario italiano, oltre che la sua presenza in campo internazionale e la sua stessa competitività. Questi cambiamenti furono inseriti nel 1993 nel Testo Unico Bancario, che si preoccupava anche di rimuovere le barriere esistenti tra i diversi istituti di credito a breve e lungo termine, permettendo la creazione delle banche universali che avrebbero potuto in seguito essere coinvolte nei processi di vendita di imprese statali non finanziarie.

A partire dal 1993, il Governo italiano diede avvio ad un sostenuto piano di privatizzazione delle maggiori banche nazionali possedute sia dall'IRI (Credito Italiano e BCI) sia direttamente dal MEF (BNL e IMI). Queste vendite comportarono la dismissione completa della quota detenuta dallo Stato attraverso il metodo dell'offerta pubblica di vendita. Queste (e altre) quotazioni contribuirono ad aumentare il peso degli intermediari finanziari nel mercato azionario italiano, raccogliendo proventi pari al 16% del totale valore delle transazioni. Tra il 1992 e il 2001, il numero delle banche quotate alla Borsa di Milano crebbe da 15 a 37. Alla fine del 2001, la capitalizzazione dei gruppi bancari privatizzati contava per più della metà della capitalizzazione di tutte le banche quotate<sup>27</sup>.

La deregolamentazione, combinata con una sostenuta politica di privatizzazione ha stimolato, come previsto e auspicato, una serie di consolidamenti che hanno improvvisamente cambiato il panorama bancario italiano. Dal 1990, si sono susseguite 566 fusioni e acquisizioni che hanno visto coinvolte le banche (per un valore pari al 50% degli asset totali). Fino al 1989, il numero annuo medio delle fusioni era circa 12; la media era salita a 43 tra il 1990 e il 1997. Nello stesso periodo il numero complessivo delle banche era drasticamente sceso del 25%, da 1.100 a poco più di 800, nonostante l'entrata sul mercato italiano di 200 nuovi intermediari finanziari (BNP Paribas, 2001). Questo fenomeno fu accompagnato da un costante incremento delle quote di mercato dei cinque maggiori gruppi bancari che passarono dal 34 al 54%, esattamente in linea con i numeri della Francia e più elevati di quelli tedeschi

I due "pesi-massimi" dell'industria finanziaria attuale sono il risultato di operazioni di fusione e acquisizione che hanno coinvolto le banche privatizzate. Il gruppo Intesa Sanpaolo è frutto della recente fusione tra Intesa BCI e l'Istituto San Paolo-IMI. Precedentemente il gruppo Intesa BCI risultò dalla fusione tra il Banco Ambrosiano Veneto e la Cariplo nel 1998, seguita poi dall'integrazione con la Banca Commerciale Italiana nel 1999. Il Gruppo San Paolo-IMI invece nacque nel 1998 dalla fusione tra l'Istituto San Paolo di Torino e l'Istituto Mobiliare Italiano facente allora parte del gruppo IRI. Lo stesso gruppo acquisì anche una quota di controllo del Banco di Napoli (16%) direttamente dal MEF nel 2000. Il secondo grande gruppo bancario italiano, Unicredit Group, trova le sue origini nell'istituto finanziario Credito Italiano, che inizialmente acquisì il Credito Romagnolo nel 1994, e successivamente fu oggetto della scalata da parte di Unicredit. Solo recentemente il Gruppo Unicredit ha acquisito Capitalia (all'epoca Banca di Roma e di proprietà pubblica) per diventare la seconda società bancaria per capitalizzazione di Borsa.

Le *performance* operative e finanziarie del settore bancario, in precedenza strutturalmente deboli, sono migliorate notevolmente durante gli anni '90. Nel 2000, la più grande istituzione finanziaria italiana (Banca Intesa) riportava un ROE (*return on equity*) di circa il 13%, un valore in linea con quello dei grandi gruppi bancari europei operanti in mercati probabilmente più evoluti rispetto a quello italiano (Tabella 5). Fondamentalmente, la qualità degli attivi bancari, misurata dalla percentuale dei prestiti non esigibili, era costantemente migliorata

---

<sup>27</sup> Inzerillo e Missori, 2002.

dal 1996 al 2002, secondo quando risulta da uno studio condotto dalla Banca d'Italia (Figura 8).

**Tabella 5 - L'evoluzione del ROE nelle 5 maggiori banche dei principali Paesi**

| %           | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Francia     | 5,77  | 6,01  | 7,62  | 9,34  | 7,65  | 12,21 | 14,27 | 11,08 | 8,39  | 10,57 | 13,04 | 14,96 | 15,57 | 9,86  |
| Germania*   | 9,49  | 8,62  | 7,75  | 6,43  | 7,32  | 8,51  | 1,11  | 1,8   | -1,48 | -2,05 | 7,2   | 12,46 | 17,89 | 14,12 |
| Italia      | 5,33  | 5,26  | 5,89  | 7,55  | 9,45  | 11,4  | 12,67 | 10,08 | 9,38  | 8,28  | 11,92 | 14,06 | 15,89 | 11,55 |
| Regno Unito | 21,16 | 22,36 | 26,19 | 24,96 | 23,22 | 25,49 | 20,8  | 15,8  | 14,22 | 19,09 | 18,77 | 19,09 | 20,55 | 19,85 |
| USA         | 17,09 | 19,24 | 17,23 | 18,32 | 16,12 | 19,95 | 15    | 11,54 | 14,35 | 17,87 | 14,84 | 16,07 | 16,55 | 10,57 |

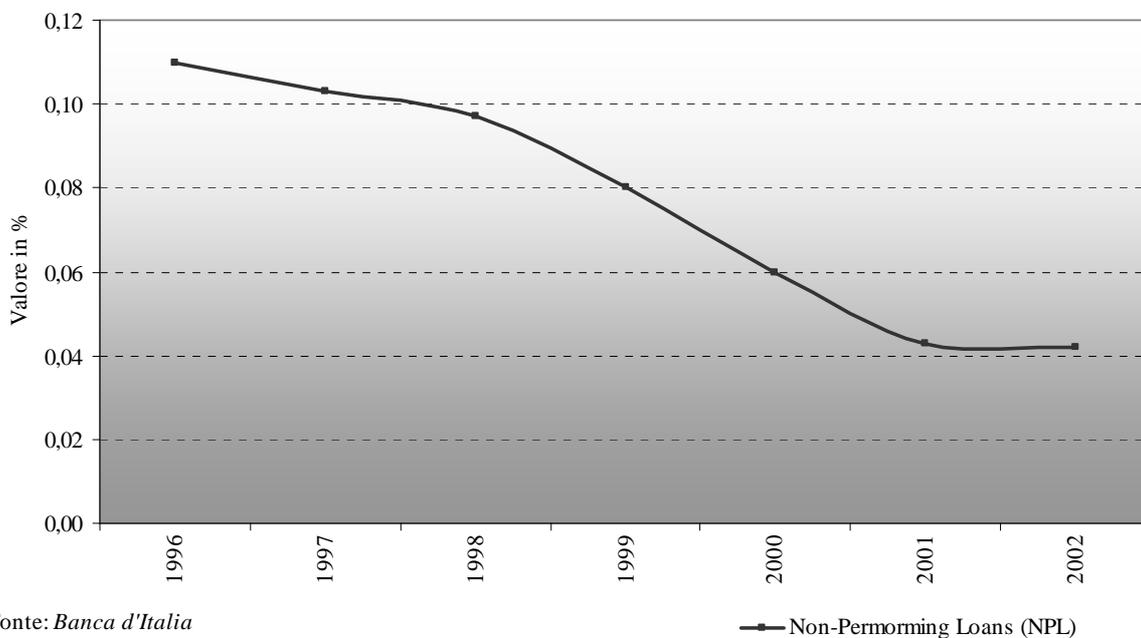
I dati relativi alla Germania comprendono la banca Landesbank Berlin con un ROE fortemente negativo dal 2000 al 2003.

Fonte: *Elaborazioni PB su dati Datastream*

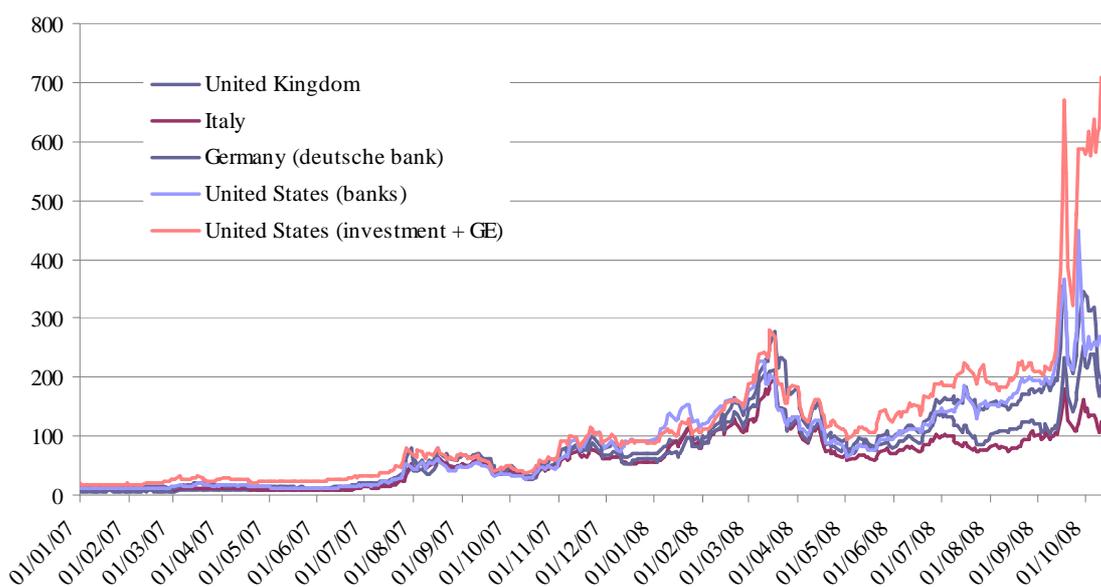
La fase di turbolenza sui mercati cui tuttora assistiamo ha profondamente colpito le principali banche privatizzate italiane, che hanno perso una quota considerevole del loro valore di borsa e che sembravano richiedere – ancorché meno di molte altre banche all'estero – qualche forma di intervento di ripatrimonializzazione per mantenere l'operatività, anche senza arrivare a chiamare a chiamare in causa lo Stato per vere e proprie nazionalizzazioni, sia pur camuffate, come avvenuto altrove. La grande incertezza che grava ancora sul sistema bancario internazionale non consente di giungere a conclusioni sugli effetti della privatizzazione sulle loro performance. Un confronto internazionale dei *Credit Default Swaps*<sup>28</sup> evidenzia, tuttavia, premi particolarmente bassi per le banche italiane confrontate con quelli delle banche di altri paesi più esposti alla crisi, quali il Regno Unito e gli Stati Uniti (Figura 9).

<sup>28</sup> Titoli che forniscono uno strumento di copertura assicurativa contro il rischio di insolvenza delle banche.

**Figura 8. La qualità degli impieghi bancari in Italia (1996-2002)**



**Figura 9. I Credit Default Swap**



## 5.2 L'OPV come scelta strategica

Lo sviluppo del sistema finanziario fu uno dei principali obiettivi del processo di privatizzazione in Italia sin dalle sue origini. Una politica di dismissione volta a favorire lo sviluppo dei mercati finanziari può infatti essere giustificata in termini di promozione del benessere sociale e della crescita economica. Studi empirici hanno dimostrato che lo sviluppo del mercato (ed in particolare l'aumento della liquidità) è una variabile in grado di influenzare l'accumulazione di capitale e quindi la crescita economica<sup>29</sup>. La liquidità del mercato, infatti, rende possibili incentivi manageriali basati sulla performance, con possibili ripercussioni positive in termini di efficienza per le imprese<sup>30</sup>. Infine, i mercati azionari più liquidi permettono una migliore diversificazione del rischio<sup>31</sup>.

L'uso strategico della privatizzazione per favorire lo sviluppo del mercato domestico italiano fu esplicitato chiaramente nel *Libro verde delle partecipazioni dello Stato* del 1992, oltre ad essere stato inserito in numerosi documenti ufficiali in cui venivano definite le procedure di privatizzazione. Per esempio, la legge n. 359 del 1992<sup>32</sup> stabiliva, all'art. 16, che il programma di riorganizzazione delle partecipazioni pubbliche - finalizzato alla loro valorizzazione anche attraverso la previsione di cessioni di attività e di rami di aziende, scambi di partecipazioni, fusioni, incorporazioni ed ogni altro atto necessario per il riordino - dovesse prevedere la quotazione delle società partecipate derivanti dal riordino delle partecipazioni e l'ammontare dei ricavi da destinare alla riduzione del debito pubblico. Nello stesso spirito, l'articolo 2 della legge sulle privatizzazioni n. 474 del 1994 stabiliva che "la vendita delle imprese statali deve essere attuata di regola attraverso l'offerta pubblica di azioni" e le altre tecniche di privatizzazione dovevano invece essere usate solo in particolari circostanze.

La forte preferenza per le quotazioni sul mercato risulta peraltro chiaramente confermata dai dati. Come mostra la citata Tabella 2, la quota di ricavi raccolti tramite OPV rispetto ai proventi totali da privatizzazione è alta soprattutto se comparata con la media dei paesi OCSE. Per cogliere la rilevanza del fenomeno, basta dire che, dal 1993 al 2000, lo Stato italiano ha incassato il doppio dalle vendite sul mercato aperto rispetto alle vendite dirette a investitori strategici, come da citata figura 5. Dal 2001 in avanti, dopo la fine del primo grande ciclo di privatizzazione, si osserva invece uno spostamento delle preferenze verso la vendita privata spiegata, come abbiamo visto, soprattutto con le sfavorevoli condizioni di mercato che seguirono lo scoppio della bolla tecnologica.

Ovviamente, il metodo dell'offerta pubblica non può essere applicato alla popolazione indistinta delle società da privatizzare. Il *Libro Verde* stabilisce chiaramente che questo tipo di privatizzazione può essere usato per le imprese di maggiori dimensioni o per quelle già presenti sul listino di borsa, e in particolare per le società più profittevoli e meglio gestite. Le società rispettanti questi stringenti criteri sarebbero potenzialmente potute diventare *public company* ad azionariato diffuso.

Diffondere la proprietà azionaria attraverso la privatizzazione sul mercato era sicuramente una delle priorità del primo stadio del processo, a patto che il governo riuscisse a fissare (in realtà, più spesso a *concordare*, tenuto conto dei pesanti condizionamenti esercitati dagli attori del mercato finanziario globale) un giusto prezzo. A tal proposito, le privatizzazioni furono inizialmente strutturate

---

<sup>29</sup> Levine e Zervos, 1998; Levine, 1997

<sup>30</sup> Hölmstrom e Tirole, 1993

<sup>31</sup> Pagano, 1993

<sup>32</sup> Di conversione del decreto legge 11 luglio 1992, n. 333, genericamente recante misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica.

come offerte pubbliche a prezzo fisso. Le più sofisticate tecniche di vendita come *l'accelerated bookbuilding offering* (ABO)<sup>33</sup> arrivarono soltanto in una fase successiva.

Il principale vantaggio dell'offerta a prezzo fisso (combinata con un *underwriting agreement*<sup>34</sup>) si trovava nella semplicità di esecuzione e nella trasparenza, caratteristiche che attraevano il piccolo risparmiatore ancora inesperto in campo finanziario. Esisteva però un *trade-off* tra gli obiettivi di dispersione della proprietà azionaria e la massimizzazione dei profitti, nel senso che le azioni venivano generalmente emesse, come si è detto, ad un prezzo inferiore al *fair value*. I criteri concretamente seguiti sono spiegati sottolineando che l'obiettivo primario del primo periodo di attuazione del programma di privatizzazione era il successo delle prime offerte pubbliche, con lo scopo di creare aspettative positive riguardo alle successive vendite di attività statali. Proprio per questa ragione, il prezzo delle prime quotazioni doveva essere stabilito ad un livello non troppo elevato; *l'underpricing* non doveva essere considerato come un costo, ma come un investimento per le privatizzazioni future. Man mano che il processo fosse avanzato, il governo avrebbe guadagnato in termini di credibilità e sarebbe aumentata la fiducia degli investitori, cosicché in seguito si sarebbe ridotto anche *l'underpricing* e il venditore, cioè lo Stato, si sarebbe potuto orientare verso procedure di vendita più competitive.

Il programma italiano ha seguito la dinamica implicita in questo modello. Le privatizzazioni iniziali nella maggior parte dei casi vennero fatte fissando il prezzo ad un livello inferiore a quello reale e in molti casi la domanda dei piccoli investitori superò di molto l'offerta (Figura 10 e Tabella 6). In effetti, i dati mostrano abbastanza chiaramente una costante riduzione del fenomeno dell'*underpricing* passando dalle offerte pubbliche iniziali alle offerte pubbliche secondarie. Lo sconto iniziale sul prezzo appare peraltro al di sotto dei livelli medi internazionali, per lo più basati sull'esperienza del Regno Unito (Tabella 7), confermando così anche l'importanza della generazione dei ricavi nel contesto italiano.

L'Amministrazione sostiene, pertanto, che il fatto che in media, gli sconti praticati nelle privatizzazioni in Italia rispetto al prezzo di mercato dei titoli si siano rivelati inferiori rispetto a quelli medi del resto del mondo avrebbe consentito un maggiore introito per lo Stato, assicurando al tempo stesso il successo dell'operazione e il perseguimento della finalità "pubblica", riconosciuta anche dal legislatore, di contribuzione alla diffusione anche nel nostro Paese di un azionariato diffuso.

L'Amministrazione fa anche valere che la normativa di riferimento delle operazioni di privatizzazione ha espressamente previsto, tra le diverse modalità attuative, anche quella della vendita diretta "senza evidenziare alcuna preferenza per l'OPV".

Tale modalità di privatizzazione – afferma l'Amministrazione – è stata applicata, sulla base di indicazioni specifiche dell'Autorità di Governo, disciplinate

---

<sup>33</sup> Meccanismo per la determinazione del prezzo e per l'allocazione delle azioni presso investitori istituzionali. La banca di investimento che opera in qualità di lead manager raccoglie combinazioni di prezzo/quantità di azioni, e successivamente stabilisce, in accordo con l'emittente, il prezzo finale tenendo conto degli ordini ricevuti.

<sup>34</sup> L'*underwriting agreement* è un contratto che viene sottoscritto fra la società che emette nuovi titoli e la banca d'investimento che agisce in rappresentanza dell'intero gruppo di banche interessate al collocamento presso gli investitori. Nell'accordo sono espresse tutte le condizioni generali dell'emissione, oltre a essere indicato l'eventuale obbligo per le banche di investimento di investire propri fondi, a copertura totale dell'emissione in caso di parziale collocamento sul mercato.

attraverso appositi DPCM, e comunque sempre nell'ambito dei termini di legge, seguendo procedure di massima trasparenza informativa e attuativa, al fine di non ledere condizioni di equità di trattamento tra i potenziali competitori.

A conferma che anche nei casi di trattativa diretta le procedure realizzate sono state conformi alla normativa e non lesive dei principi di trasparenza e parità di trattamento vi è la circostanza che in nessun caso sono state avanzate pretese o azioni legali, di qualsiasi tipo, nei confronti del Ministero. Viene sottolineato che peraltro le operazioni di vendita diretta sono state realizzate nei casi in cui è stato ritenuto prioritario l'obiettivo della stabilità dell'azionariato e della governance aziendale dopo la privatizzazione, anche al fine di preservare il più ampio interesse sociale, quale il mantenimento dei livelli occupazionali e degli assetti industriali per un periodo prefissato post privatizzazione. In tale contesto, sono stati richiesti agli acquirenti impegni di *lock up*, finalizzati, tra l'altro, alla stabilizzazione della proprietà e al rispetto dei piani industriali presentati in sede di procedura.

Per quanto riguarda, in particolare, la privatizzazione di Telecom Italia, così come previsto dal DPCM emanato, a seguito del parere espresso dalle competenti Commissioni parlamentari, in data 8 agosto 1997, questa è avvenuta anche attraverso la cessione di una quota di azioni ad un nocciolo duro di azionisti, prevalentemente italiani, con una significativa presenza di soci stranieri. La cessione ha riguardato una quota inferiore al 7%, con partecipazioni dei singoli inferiori all'1%. Come detto in precedenza, la costituzione del "nocciolo duro" veniva spiegata con lo scopo di individuare i soggetti più idonei a garantire competenza nel governo della società, proprietaria di un asset considerato strategico per la nazione (rete).

L'Amministrazione segnala, poi, che, a fronte della quota del 7% ceduta al nucleo stabile, il 22% circa è stato ceduto tramite OPV ed un residuo 3% circa tramite *Accelerated Bookbuilding* (ABB), operazione effettuata successivamente in tempi brevissimi con costi molto marginali. L'ABB è stata preferita all'OPV in relazione ai due obiettivi anzidetti e considerata la quota residuale da cedere.

Del resto, nel periodo considerato, tale tipologia di cessione è stata molto usata in Francia, dove una quota del 20-30% del capitale sociale delle società privatizzate è stata ceduta a gruppi di investitori strategici, generalmente costituiti da soggetti domestici.

A commento di queste affermazioni dell'Amministrazione con riguardo alle modalità di dismissione delle partecipazioni azionarie pubbliche, è da ricordare che la previsione contenuta nell'art. 1, comma 2, della legge n. 474 del 1994 aveva, in realtà, manifestato una chiara preferenza per il modello della *public company*, disponendo che la vendita delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici avvenisse 'di norma' mediante offerta pubblica di vendita. Questo sistema era, quindi, quello originariamente preferito dal legislatore e corrispondeva al modello di privatizzazione più diffuso nel sistema inglese - la c.d. *Public company*, ossia una forma societaria contraddistinta, non solo da un'ampia diffusione del capitale tra una molteplicità di azionisti, ma anche e soprattutto della reale contendibilità degli assetti di controllo.

Successivamente, con i DPCM 19 aprile 1995, 10 maggio 1995, 8 agosto 1997 e 23 maggio 1998, relativi alle dismissioni dei pacchetti azionari di ENI, IMI, ENEL, TELECOM e BNL (emanati in forza dell'art. 1, comma 2 della legge 474/94) è stato previsto, invece, che: "le alienazioni avvengano sia mediante l'offerta pubblica di vendita, sia mediante la trattativa diretta, al fine di costituire un azionariato stabile". Tali previsioni, unitamente ai poteri speciali previsti dall'art. 2 della più volte citata legge 474/94, hanno costituito un ostacolo all'acquisto non consensuale

di posizioni di controllo societario, e, di conseguenza, all'operatività di quei meccanismi di concorrenzialità e competitività nella conquista dello stesso nei quali deve ravvisarsi la vera essenza del modello di "public company".

Estremamente illuminante in questo senso è l'audizione parlamentare del maggio 2004 dell'allora Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato avente ad oggetto l'Indagine conoscitiva sulle politiche di privatizzazione

In essa si legge: "attualmente (al maggio 2004) o perché si sono realizzate solo forme di "dismissione", intese come semplice dismissione di quote, senza alcuna perdita del controllo dell'impresa da parte della "mano pubblica", o perché solo proclamate ma mai avviate, rimangono diverse aree dell'economia nazionale con una "dominante" presenza di operatori pubblici. A tutt'oggi, infatti, restano sotto il controllo dello Stato alcune importanti imprese, tra cui Ferrovie dello Stato, Poste Italiane, ENI, ENEL, Alitalia, RAI, Anas, Enav, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato Spa, Eur e Fintecna. A queste devono aggiungersi le società di gestione dei servizi pubblici locali (in particolare distribuzione del gas naturale, elettricità, ciclo idrico integrato, raccolta e smaltimento rifiuti), in larga parte detenute o comunque controllate dalle amministrazioni locali."

Che il sistema sopradelineato non fosse trasparente lo dice testualmente il legislatore che con la legge finanziaria del 2004 introduce importanti modifiche alla legge 474/94 e lo fa affermando al comma 2: « L'alienazione delle partecipazioni di cui al comma 1 è effettuata con modalità trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali. »

Relativamente alle modalità di alienazione, il legislatore lascia che le stesse siano preventivamente individuate, per ciascuna società, con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro delle attività produttive." Ma limita la facoltà sopradetta stabilendo al comma 2 ter che: "alle alienazioni di cui al comma 2 si applica l'art. 1, comma 2, della legge 481/1995 e successive modificazioni (obbligo per il Governo, in caso di privatizzazione dei servizi di pubblica utilità, di definizione dei criteri e delle modalità di dismissione di ciascuna impresa, con successiva trasmissione di detti criteri e modalità al Parlamento, ai fini dell'espressione del parere delle competenti Commissioni parlamentari) per la dismissione delle partecipazioni di controllo ivi indicate, salvo il caso di alienazioni di titoli azionari già quotati in mercati regolamentati nazionali o comunitari, qualora il collocamento sia rivolto, direttamente o indirettamente, ad un pubblico indistinto di risparmiatori o di investitori istituzionali".

Anche su questo punto è interessante citare nuovamente **l'audizione dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato del 2004** che termina con una notazione circa la nuova disciplina sulla vendita delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici operata con la legge finanziaria 2004 che impone il passaggio da un sistema incentrato prevalentemente sull'offerta pubblica di vendita (ex art. 1, comma 2, legge 474/94) a uno basato su procedure trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali. In questa maniera, secondo l'Autorità viene ampliata e resa più flessibile la gamma delle tecniche a disposizione per la dismissione di imprese direttamente o indirettamente: con le modifiche introdotte dalla legge finanziaria 2004, quindi, l'impostazione originaria viene in parte abbandonata; per il futuro sarebbero stati i principi di trasparenza e di non discriminazione a delimitare la discrezionalità del Governo. In altri termini, viene opportunamente ampliata e resa più flessibile la gamma delle tecniche a disposizione per la dismissione di imprese direttamente o indirettamente controllate dallo Stato.

L'effetto atteso con la modifica della disciplina era quello di imprimere una maggiore accelerazione alle privatizzazioni sostanziali. Al riguardo è importante che, nella pratica, i principi di trasparenza e di non discriminazione non restino mere enunciazioni teoriche. E cioè necessario che le ragioni di eventuali esclusioni siano motivate chiaramente, in modo da poter valutare il loro carattere necessario e proporzionato.

Ancora una volta sarebbe stato a tal fine necessario poter disporre della documentazione necessaria per verificare se effettivamente, nelle varie operazioni, tali ragioni siano state di volta per volta espressamente e chiaramente esplicitate.

**Tabella 6 - Underpricing e Over-subscription nelle principali offerte pubbliche italiane**

| Società                         | Data di chiusura | Underpricing | Underpricing (aggiustato <sup>b</sup> ) | Domanda di azioni | Offerta di azioni | Over-subscription |
|---------------------------------|------------------|--------------|---|-------------------|-------------------|-------------------|
|                                 |                  | [%]          | [%]                                     | (milioni)         | (milioni)         | Ratio             |
| ENI 1 <sup>(a)</sup>            | Nov. 1995        | 3,3          | 4,38                                    | 819               | 401               | 2,04              |
| ENI2                            | Ott. 1996        | 7,48         | 7,91                                    | 743               | 700               | 1,06              |
| ENI3                            | Giu.1997         | 7,04         | 8,69                                    | 1.578             | 858               | 1,84              |
| Telecom Italia                  | Ott. 1997        | -0,47        | 2,28                                    | 2.922             | 1.450             | 2,02              |
| ENI 4                           | Giu. 1998        | 4,51         | 3,1                                     | 1.466             | 891               | 1,65              |
| BNL                             | Nov. 1998        | 11,54        | 8,37                                    | 2.600             | 662               | 3,93              |
| ENEL 1 <sup>(a)</sup>           | Ott. 1999        | 0,32         | 0,32                                    | 4.748             | 2.425             | 1,96              |
| Autostrade                      | Dic. 1999        | 0,15         | -0,55                                   | 903               | 491               | 1,84              |
| ENI 5                           | Feb. 2001        | 1,66         | 2,16                                    | 509               | 400               | 1,27              |
| Snam Rete Gas <sup>(a)</sup>    | Dic. 2001        | n.a.         | n.a.                                    | 4.562             | 787               | 5,8               |
| Telecom Italia 2 <sup>(c)</sup> | Dic. 2002        | 4,09         | 1,55                                    | n.a.              | n.a.              | n.a.              |
| ENEL 2                          | Ott. 2003        | -0,33        | n.a. <sup>(d)</sup>                     | n.a.              | n.a.              | n.a.              |
| TERNA <sup>(a)</sup>            | Giu. 2004        | 3,87         | n.a.                                    | 2.017             | 1.000             | 2,02              |
| ENEL 3                          | Ott. 2004        | 0,3          | n.a.                                    | 2.884             | 1.150             | 2,51              |
| ENEL 4                          | Lug. 2005        | 1,24         | n.a.                                    | 1.690             | 575               | 2,94              |

(a) Offerta Pubblica Iniziale.

(b) Aggiustato rispetto al MIB 30.

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

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

Fonte: *Ministero dell'Economia e delle Finanze*

**Tabella 7 - L'Underpricing nelle OPV a Prezzo Fisso**

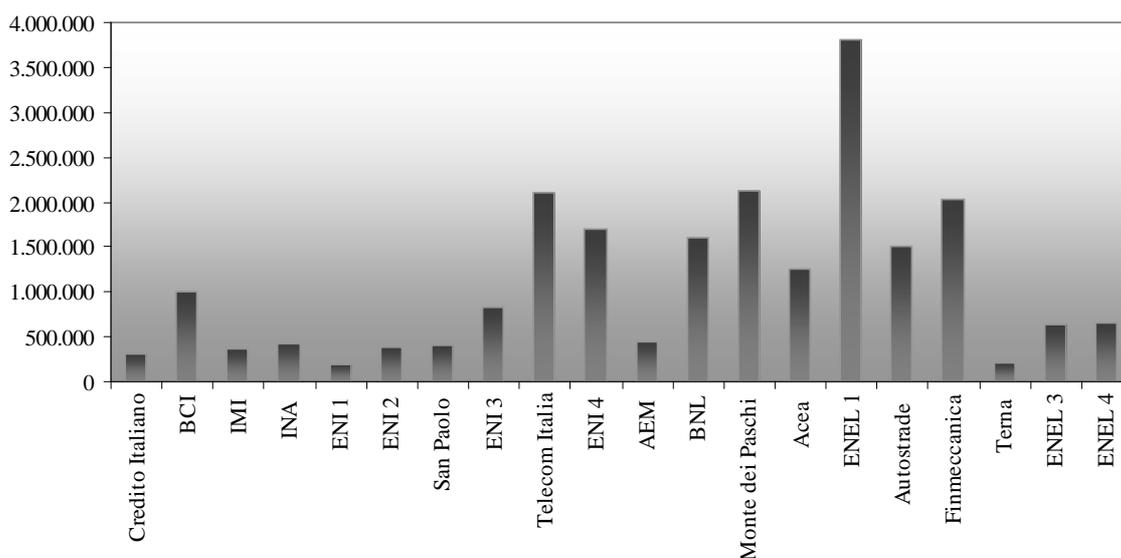
|  | Offerta Pubblica Iniziale |             |           | Offerta Pubblica Secondaria |             |           | Totale      |           |
|--|---------------------------|-------------|-----------|-----------------------------|-------------|-----------|-------------|-----------|
|  | Media [%] <sup>(1)</sup>  | Mediana [%] | N. azioni | Media [%]                   | Mediana [%] | N. azioni | Mediana [%] | N. azioni |
| Privatizzazioni in Italia                          | 15                        | 15,4        | 6         | 0,9                         | 1,2         | 9         | 3,5         | 15        |
| Privatizzazioni nel Resto del Mondo <sup>(2)</sup> | 34,1                      | 12,4        | 242       | 9,4                         | 3,3         | 55        | 8,6         | 303       |

<sup>(1)</sup>: % calcolata come differenza tra la quotazione dopo il primo giorno di emissione e il prezzo di offerta, tutto rapportato al prezzo di offerta.

<sup>(2)</sup>: Jones e altri (1999), periodo 1977-1997.

Fonte: Macchiati (1999).

**Figura 10. OPV - Numero di richiedenti per operazione**



Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

### 5.3 L'allocazione delle azioni

Per il governo italiano l'elemento essenziale di tutti i processi di privatizzazione era sicuramente la creazione di un azionariato diffuso della società, cercando allo stesso tempo di non trascurare la massimizzazione dei profitti. Per raggiungere questi obiettivi, è stato necessario coinvolgere advisors e investitori istituzionali nel disegno delle operazioni, subendone gli inevitabili condizionamenti e rischiando le altrettante inevitabili conseguenze di possibili conflitti d'interessi.

Questi operatori giocano infatti un ruolo fondamentale nel successo dei collocamenti. Innanzitutto, dopo aver raccolto tutte le informazioni disponibili, essi stabiliscono una valutazione della società in modo da fissare un prezzo allineato al *fair value*. In secondo luogo, intervengono sul mercato secondario per stabilizzare il prezzo. Questa attività di supporto al prezzo si esercita attraverso la cosiddetta *green shoe*, una clausola posta nell'*underwriting agreement* con la quale il sindacato autorizza l'emittente ad emettere un'ulteriore *tranche* di azioni nel caso in cui la domanda di mercato risulti in eccesso rispetto all'offerta.<sup>35</sup>

Il *trade-off* tra l'obiettivo di avere un azionariato diffuso e la necessità di stabilire un giusto prezzo di emissione è stato risolto attraverso l'uso delle offerte pubbliche in *tranche* multiple, dove le azioni vengono allocate sia ad investitori istituzionali che al mercato *retail*. Come mostra la Tabella 8, le offerte su più *tranche* sono state scelte nella maggioranza dei casi. Offerte pubbliche singole riservate agli investitori istituzionali sono invece concentrate nell'ultimo stadio del processo di privatizzazione. Generalmente, le *tranche* destinate ai piccoli investitori sono di dimensioni piuttosto rilevanti, specialmente IMI1, ENI4 e TI1, e contano per più del 50% delle offerte nel loro complesso. Se consideriamo solo le emissioni a *tranche* multiple, è facile individuare una preferenza per un'allocazione verso il mercato *retail*. La dimensione media di queste emissioni è di circa il 51%, mentre gli investitori istituzionali ricevono in media il 49% delle offerte.

Per quanto riguarda l'attribuzione delle diverse quote vendute tra mercato *retail* e investitori istituzionali, le quote da assegnare e i relativi prezzi sono stati fissati, secondo quanto affermato dall'Amministrazione, secondo prassi di mercato, assicurando prezzi differenziati in funzione della tipologia di acquirente e con l'obiettivo del buon esito dell'operazione.

Da segnalare, tuttavia, la netta preferenza che sembra essere stata accordata agli investitori istituzionali in un numero molto ampio di operazioni di grande rilevanza: si va, per fermarsi alle quote superiori al 50%, dal 100% nel caso di IMI 3, ENI 5 ed ENEL 2, al 78,3% di SNAM rete Gas, al 59% di ENEL 3, al 57% di ENEL 4 ed al 52% dell'Istituto S. Paolo di Torino.

A proposito del collocamento di *tranche* riservate ad investitori istituzionali, l'Amministrazione ha ritenuto di dover precisare innanzitutto che principalmente si tratta di fondi di investimento che sottoscrivono per conto dei risparmiatori titolari di quote, assicurazioni che investono per conto dei sottoscrittori di polizze vita e di piani di accumulo, nonché altre istituzioni finanziarie, ad esempio fondi pensione. Inoltre, nell'ambito dei collocamenti (IPO e OPV), nella fase di allocazione delle azioni sono sempre state evitate assegnazioni a fondi di tipo speculativo (*hedge fund*), essendo stati selezionati e preferiti fondi con caratteristiche di stabilità e di mantenimento di medio/lungo periodo del portafoglio azionario.

---

<sup>35</sup> Quando è prevista, il sottoscrittore vende azioni allo scoperto in un numero superiore rispetto all'offerta. Se si verifica un eccesso di domanda e, conseguentemente, il prezzo dell'azione sale, l'investitore istituzionale copre le sue vendite allo scoperto esercitando l'opzione *green shoe*. Se al contrario il prezzo scende, chiude le sue posizioni di vendita attraverso acquisti sul mercato aperto. In entrambi i casi, l'investitore-emittente stabilizza il prezzo dell'azione e allo stesso tempo riesce a fare dei profitti. Nel primo caso, il profitto sarà dato dallo *spread* esistente tra prezzo fisso di emissione e prezzo delle azioni aggiuntive emesse (che sarà sicuramente maggiore di quello iniziale poiché si è verificato un eccesso di domanda). Nel secondo caso, il profitto sarà invece generato dalla differenza di prezzo tra il prezzo di offerta (a cui l'emittente ha venduto allo scoperto) e il prezzo disponibile sul mercato secondario (a cui l'emittente riacquista le azioni in eccesso, chiaramente inferiore a quello di emissione poiché si è verificato un eccesso di offerta).

L'Amministrazione ha anche precisato che in tutte le OPV nelle quali si intende collocare quantitativi rilevanti di azioni è necessario ricorrere agli investitori istituzionali, in quanto quest'ultimi:

- assicurano un andamento dei prezzi successivi al collocamento ordinato e meno sensibile alla speculazione, riducendone quindi la volatilità;
- non richiedono particolari agevolazioni (sconto sul prezzo, *bonus share* ecc.);
- operano con la professionalità necessaria la selezione dell'investimento ed il controllo dell'operato dei manager, assumendo anche funzione di garanzia nei confronti dei piccoli risparmiatori.

Viene, infine, segnalato che la capacità di sottoscrizione dei soli piccoli risparmiatori (investitori *retail*) può non essere sufficiente al buon esito di operazioni di entità elevata, quali quelle portate a termine in Italia.

Secondo quanto affermato dall'Amministrazione, quindi, nella scelta finale di allocazione il Ministero avrebbe sempre operato scelte, sulla base anche delle valutazioni compiute dal Comitato Privatizzazioni, che contemperassero diverse esigenze, considerate prioritarie, quali in particolare (i) la stabilità dell'assetto azionario e dei corsi dei titoli post collocamento, (ii) la massimizzazione dei ricavi, (iii) la diffusione del risparmio in Italia e la crescita del mercato borsistico (iv) assicurare il pieno successo dell'operazione anche sollecitando domanda da investitori esteri *non retail* (anche sulla base di divieti di sollecitazioni a investitori c.d. non qualificati).

Uno sguardo più attento alla distribuzione azionaria all'interno delle *tranche* mostra che gli investitori domestici sono gli indiscussi protagonisti nelle offerte pubbliche destinate al segmento *retail* (83%). La netta preferenza verso questa tipologia di investitori è stata ritenuta coerente, non solo con l'obiettivo di generare una "cultura azionaria" e quindi una fiducia dei consumatori verso questo prodotto di mercato, ma anche con l'obiettivo di promuovere la liquidità del mercato azionario domestico. Non per altro, un forte coinvolgimento degli investitori *retail* riduce la probabilità di *information trading*: i piccoli investitori detengono quote di partecipazione troppo piccole rispetto a quelle detenute dagli investitori istituzionali e non sono quindi incentivati ad acquisire informazioni costose. Più bassa è la probabilità di concludere una transazione con una controparte sofisticata (nel senso di controparte con informazioni rilevanti), più ridotte sono le perdite attese. Più basso è il *bid-ask spread*, cioè il premio che l'investitore istituzionale e l'operatore di borsa fanno pagare ai piccoli risparmiatori, più elevata sarà la liquidità del mercato<sup>36</sup>.

Le *tranche* rivolte al mercato *retail* sono sicuramente caratterizzate da un fattore non trascurabile: il loro profilo internazionale. Cinque società (IMI, ENI, ENEL, San Paolo e Telecom Italia) sono state quotate, oltre che sulla Borsa di Milano, anche su quella di New York (NYSE) sia attraverso quotazioni dirette che attraverso i cosiddetti "ADR (*American Depositary Receipts*) di livello III" (che comportano piena adempimento alla regolamentazione della SEC e agli *standard* di contabilità americani). Aderendo volontariamente a *standard* più stringenti, l'impresa segnala la propria affidabilità, che a sua volta diffonde fiducia fra i piccoli risparmiatori nazionali e internazionali.

In questi casi, il *roadshow* al NYSE è stato considerato come un'opportunità unica per far promuovere le opportunità offerte dall'Italia anche con l'obiettivo di attrarre investimenti diretti. L'incremento della partecipazione estera sul mercato italiano avrebbe contribuito a ridurre il premio per il rischio

---

<sup>36</sup> Glosten e Milgrom, 1985; Kyle, 1985.

(poiché parte di questo premio sarebbe stato supportato dagli investitori stranieri) e avrebbe aumentato la liquidità.

Le principali offerte pubbliche riportate nella citata Tabella 7 mostrano, in senso opposto, un limitato – anche se non trascurabile – coinvolgimento dei dipendenti come potenziali investitori. In media essi ottengono soltanto il 12% dell'intera allocazione azionaria. Da una parte, la proprietà dei dipendenti delle società privatizzate avrebbe potuto facilitare le vendite nel caso si fosse voluta allocare una quota importante a investitori con prospettive di lungo termine. Tuttavia, il coinvolgimento dei dipendenti nel capitale sociale avrebbe anche potuto ostacolare le future opportunità di crescita. Da sottolineare poi i problemi in termini di diversificazione del rischio, dato che i dipendenti avrebbero investito sia capitale umano che capitale finanziario nello stesso *asset*.

L'*underpricing* in sede di OPV incoraggia un comportamento speculativo da parte degli investitori. Per incoraggiare gli investitori *retail* a partecipare agli scambi sul mercato con un obiettivo di più di lungo termine, nelle transazioni più importanti furono previsti degli incentivi per mantenere in portafoglio l'azione per un certo lasso di tempo. Il meccanismo più comune prevedeva l'assegnazione gratuita di un'azione ogni dieci mantenute per un periodo di tre anni. I piani di *bonus share* risultano essere tuttora abbastanza rilevanti poiché coinvolgono in media l'1,5% del capitale azionario.

**Tabella 8 - Allocazione delle azioni nelle principali offerte pubbliche italiane**

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

(1) (Regno Unito + Resto del Mondo)

(2) (Italia + Resto del Mondo)

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

\* espressa in % del capitale sociale

Nota: I dati includono la cosiddetta *green-shoe*

Fonte: *Ministero dell'Economia e delle Finanze*

#### 5.4 La struttura proprietaria

Il problema della struttura proprietaria e di controllo accese un dibattito tra due fronti contrapposti, spesso non ben ancorato a solide argomentazioni economiche. Da una parte, i sostenitori del modello della *public company* evidenziavano il ruolo dell'azionariato diffuso per facilitare la contendibilità dell'impresa. Dall'altra parte, invece, i fautori del modello *noyau dur* sottolineavano l'importanza degli azionisti di controllo per monitorare l'operato del management. In realtà l'esperienza ha messo in luce che i modelli non sono opzioni alternative: gli esiti sono infatti determinati da scelte intenzionali, ma soprattutto da vincoli istituzionali<sup>37</sup>.

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

Dall'altro lato, per agevolare un certo grado di concentrazione della proprietà, la legge stabilisce la possibilità di vendere azioni ad un gruppo prestabilito di investitori vincolati da una clausola di *lock-up* e da specifici *undertakings*.

Il metodo della vendita diretta di azioni ad un gruppo strategico di investitori fu usato dal gruppo IRI generalmente solo nelle transazioni di minore portata. L'eccezione più rilevante è rappresentata dal caso di Telecom Italia. Nell'ottobre del 1998 il governo lanciò un'OPV e simultaneamente concluse un vendita diretta a un gruppo di istituzioni finanziarie che arrivarono a possedere il 6,7% del capitale sociale associata a un *lock up* per tre anni. Altre operazioni simili furono la vendita del Banco di Roma, della Banca Nazionale del Lavoro (dove il banco Bilbao e Vizcaya, l'INA e la Banca Popolare Vicentina acquisirono il 25% del capitale), della società Autostrade e della ADR.

Per quanto riguarda le privatizzazioni realizzate mediante costituzione di un nucleo stabile di azionisti di riferimento, l'Amministrazione, dopo aver ricordato che sono consentite espressamente dalla legge 474/94 anche per la dismissione di partecipazioni di controllo, precisa che tali operazioni avevano lo scopo di assicurare una stabile *governance* aziendale nella prima fase *post* privatizzazione, mediante la selezione e individuazione di qualificati operatori industriali con comprovata esperienza gestionale per società proprietarie di *asset* considerati strategici per la nazione. La selezione dei candidati alla costituzione del nucleo stabile - aggiunge l'Amministrazione - è avvenuta sulla base di una procedura caratterizzata da trasparenza informativa verso i potenziali candidati e da criteri di selezione basati, tra l'altro, sulle competenze gestionali dei candidati stessi. Non c'è stata alcuna

---

<sup>37</sup> Roe, 1996.

limitazione alla possibilità di partecipare alla formulazione di un'offerta a gruppi diversi di offerenti: i requisiti richiesti ai partecipanti al futuro nucleo stabile si sono resi necessari per tenere conto delle caratteristiche minime (in termini patrimoniali e di competenze degli offerenti) che operazioni importanti quali la privatizzazione di Telecom Italia rendevano necessarie.

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

L'Amministrazione evidenzia, altresì, che il ricorso ad una procedura competitiva - rispetto ad una offerta di largo mercato - presenta i seguenti principali obiettivi:

- collocare l'azienda o la partecipazione individuata in un contesto industriale con competenze specifiche, beneficiando di possibili sinergie con il gruppo acquirente e determinando la nascita e/o il rafforzamento di nuovi soggetti industriali, la cui dimensione sia adeguata ad affrontare l'elevata competizione a livello europeo e globale;
- favorire l'implementazione di un Piano Industriale coerente con la storia, la vocazione e la *mission* aziendale e con gli obiettivi della privatizzazione stessa;
- impegnare l'acquirente al rispetto di impegni contrattuali, ritenuti prioritari in sede di privatizzazione, quali in particolare (i) la salvaguardia dell'occupazione, (ii) il mantenimento dei livelli produttivi, (iii) il divieto a cedere l'azienda, rami d'azienda o partecipazioni; (iv) il divieto a modificare lo statuto della società acquisita; (v) il rispetto dei contenuti del Piano Industriale presentato in sede di offerta. A garanzia del rispetto dei suddetti impegni, all'atto della girata delle azioni viene richiesto all'acquirente di presentare a favore del Ministero una garanzia a prima chiamata (nell'operazione ETI tale garanzia ammontava al 10% del prezzo di cessione);
- massimizzare gli introiti, sia per effetto della competizione tra una pluralità di soggetti, sia in quanto il prezzo di cessione tende ad incorporare il c.d. premio di controllo.

### 5.5 I poteri speciali dello Stato

Uno dei principali obiettivi della privatizzazione era sicuramente quello di migliorare l'efficienza delle partecipate. Il trasferimento della proprietà e del controllo dalle mani statali al settore privato poteva migliorare la performance economica poiché azionisti e manager avrebbero avuto un interesse diretto alla massimizzazione del valore della società. Gli incentivi a creare valore sono ovviamente maggiori se le imprese privatizzate sono maggiormente esposte alla competizione sul mercato dei prodotti e al rischio di scalate ostili da parte di investitori sia nazionali che esteri.

In alcune circostanze, l'obiettivo di massimizzazione del valore poteva entrare in conflitto con considerazioni di politica industriale, quali ad esempio la

necessità di mantenere il controllo nelle imprese privatizzate in quanto tali o in determinati settori che erano ritenuti strategici per l'economia nazionale. Nel primo caso, si voleva concedere all'azienda un periodo di tempo per adattarsi al mercato, nel secondo caso invece la ratio stava nel voler proteggere interessi pubblici di un certo rilievo in settori come quello delle *utilities*, dell'energia, della difesa e nell'aerospaziale.<sup>38</sup>

Il governo italiano – seguendo una pratica che accomuna molti dei paesi più industrializzati – si attribuì ampi poteri discrezionali, sia sulle imprese parzialmente privatizzate che su quelle dismesse totalmente, introducendo una legislazione *ad hoc*, incorporata nella legge generale sulle privatizzazioni, che ammetteva l'esistenza di poteri speciali dello Stato (la cosiddetta *golden share*) anche in mancanza di una partecipazione azionaria. L'esercizio dei diritti di questo azionista "speciale" prevede la possibilità di influenzare l'operatività del management, di bloccare l'acquisizione di quote di partecipazione elevate da parte di altri azionisti o limitare il potere degli altri azionisti, anche in quei casi in cui lo Stato non possiede neanche una sola azione del capitale sociale<sup>39</sup>.

La *golden share* è stata introdotta in conformità alla legge sulle privatizzazioni del 1994 in sei società (ENI, ENEL, Telecom Italia e Finmeccanica, Terna e Snam Rete Gas) e contiene dettami simili per tutte che possono essere sintetizzati come segue:

- L'approvazione del MEF è necessaria per l'acquisizione di quote di partecipazione pari o superiori al 3% del capitale sociale o che comunque rappresentino il 3% o più dei diritti di voto. In questi casi i diritti di voto vengono ridotti comunque al 3%. Questa restrizione però non si applica a quelle società o enti azionisti anch'essi di proprietà pubblica.
- Il MEF designa un membro del CDA e un membro del Collegio Sindacale, oltre ai membri da lui eleggibili per diritto in quanto azionista. L'amministratore nominato dal MEF può essere un privato o un pubblico ufficiale soggetto ai regimi di responsabilità del codice civile italiano. Una parte dell'emolumento dei membri viene allocata a un fondo speciale che viene usato per coprire l'assicurazione professionale. Un'altra parte viene trasferita invece al Presidente del Consiglio dei Ministri.
- Il MEF può esercitare il potere di veto nel caso di eventi straordinari quali lo scioglimento della società, fusione o acquisizioni, il trasferimento della sede, il mutamento della ragione sociale, l'emendamento o la modifica di qualsiasi tipo di potere speciale.

Nel caso di Finmeccanica, la *golden share* garantisce al governo il diritto di eleggere da uno ad un massimo di un quarto dei membri del CDA, ed estende il diritto di veto anche nei casi di cessione di un ramo d'azienda o di una linea produttiva, incluso anche il trasferimento di quote di partecipazione dalla società stessa ad imprese controllate o affiliate.

---

<sup>38</sup> Questa è la razionalità che sta dietro alla *golden share* nel Regno Unito. Il governo inglese fece il punto sulla privatizzazione di BP, l'azienda petrolifera di Stato e la più grossa società inglese. BP fu privatizzata attraverso più emissioni azionarie e senza alcuna *golden share*. Nell'ottobre 1987 lo Stato mise sul mercato l'ultima *tranche* e all'inizio del 1988, il Kuwait Investment Office (KIO) cominciò con l'acquistare una quota della società per poi arrivare a detenere in pochi mesi il 21,7%. Il fatto che un'azionista estero controllasse la società, destò un certo allarme. Dopo un'indagine promossa dalla *Competition Commission* (allora era la *Monopolies and Mergers Commission*), si giunse alla conclusione che la KIO avrebbe potuto operare contro l'interesse nazionale. KIO fu quindi costretta a ridurre la sua quota al 9,9%. Nel 1989, BP riacquistò (e in seguito cancellò) le azioni da KIO ad un prezzo tre volte quello di emissione.

<sup>39</sup> Bortolotti e Faccio, 2008.

Generalmente, l'Italia non ha mai posto un limite temporale a questi poteri speciali. Due casi particolari sono ENEL e Telecom Italia. Per quanto riguarda ENEL, i diritti speciali dello Stato devono essere confermati ogni cinque anni. Per quel che riguarda invece Telecom Italia, i diritti speciali dovevano essere mantenuti per i tre anni successivi alla privatizzazione o fino al completamento della liberalizzazione del settore delle telecomunicazioni, ma la *golden share* risulta essere tuttora operativa.

Il governo italiano durante questi anni ha esercitato i suoi poteri nominando i propri rappresentanti nel Consiglio di Amministrazione, ma non ha mai esercitato i suoi poteri speciali per ostacolare operazioni di fusione o l'acquisizione di quote rilevanti di capitale delle imprese privatizzate. Il caso più rilevante è stata la *moral suasion*, associata a interventi legislativi sul regime di concessione, esercitata nel caso della tentata fusione fra Autostrade e Abertis. La Commissione Europea ha preso provvedimenti legali contro l'Italia e altri stati membri poiché il meccanismo della *golden share* ha accresciuto le barriere tra i paesi, ostacolando la libera circolazione dei capitali, uno dei principi base del Trattato di Roma con cui fu costituita l'Unione Europea. Nel 2003 il governo italiano è quindi stato costretto ad un emendamento alla legge del 1994, inserendo regole più trasparenti nell'esercizio dei diritti speciali dello Stato.

Nelle memorie fatte pervenire alla Corte in occasione dell'Adunanza di approvazione del presente referto, il Dipartimento del Tesoro ha escluso che lo Stato abbia la possibilità di "influenzare l'operatività del management" delle aziende privatizzate attraverso la *golden share*, puntualizzando, a tal proposito, che la legge 474/94 - come successivamente modificata nel 2003 al fine di recepire le decisioni della Commissione Europea in merito al meccanismo della *golden share* presente negli statuti delle società pubbliche degli Stati membri - limita le prerogative, solo in presenza di un concreto pregiudizio arrecato "agli interessi vitali dello Stato", all'esercizio di un mero potere di:

- Opposizione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti ovvero alla sottoscrizione di patti parasociali per le medesime partecipazioni;
- Veto alla realizzazione di alcune operazioni straordinarie ed in particolare a: scioglimento, fusione, scissione della società, trasferimento dell'azienda, trasferimento della sede sociale all'estero, cambiamento dell'oggetto sociale, modifiche statutarie che modificano gli stessi poteri;
- nomina di un amministratore senza diritto di voto e con funzioni di mera "vigilanza" sul corretto svolgimento dell'azione societaria.

La norma quindi esclude che venga attribuito un potere discrezionale indiscriminato alle autorità pubbliche e pone dei rigidi confini al fine di predeterminare i presupposti di fatto e di diritto che legittimano l'esercizio degli stessi: è previsto l'*an*, il *quando* ed il *quomodo* per l'esercizio dei diritti connessi alla *golden share*.

Nel nuovo sistema introdotto con la finanziaria 2004, i provvedimenti con cui dovrebbero essere esercitati i poteri di opposizione e di veto, avendo natura di atto amministrativo, devono rispettare, pertanto, la normativa di riferimento prevista per l'agire della PA di cui alla legge 241/1990, e contenere tutti gli elementi necessari per identificare la situazione che può determinare un concreto pregiudizio ovvero un pericolo grave ed immediato agli "interessi vitali dello Stato".

Successivamente all'entrata in vigore delle modifiche sopra riportate, gli statuti delle società in cui erano stati introdotti i poteri speciali (ENEL, ENI, Finmeccanica) sono stati adeguati, mentre in Telecom sono stati ridotti in considerazione dell'avvenuta liberalizzazione del mercato di riferimento.

In relazione alla previsione statutaria dei poteri speciali, l'Amministrazione ha evidenziato che secondo la letteratura internazionale prevalente tale prerogativa non ha costituito disincentivo ad investire da parte degli operatori economici.

Per quanto riguarda l'effettivo utilizzo dei poteri speciali da parte dello Stato, è stato altresì evidenziato che il Governo Italiano non ha mai fatto ricorso ai poteri di veto e di opposizione, intesi in funzione di blocco sulle acquisizioni. Per quanto concerne poi la nomina di amministratori da parte dello Stato, l'esercizio di tale prerogativa è sempre stato limitato ai settori nevralgici e attualmente è presente l'amministratore senza diritto di voto nella sola Finmeccanica, avuto riguardo al rilevante ruolo strategico svolto.

Le precisazioni dell'Amministrazione inducono ad approfondire l'analisi del ruolo che l'esercizio dei poteri speciali ha effettivamente avuto.

Come si è già detto, una serie di poteri speciali, in favore dell'ex Ministero del Tesoro, sono stati previsti dalla legge 474/94 all'art. 2 nei confronti di talune società operanti in settori di interesse generale finalizzati a far conservare al socio pubblico il controllo sugli organi sociali e su alcune decisioni. Prerogative che però sopravvissero solo pochi anni e furono modificate già nel 1999 con il DPCM 4 maggio.

La *ratio* della legge 474/94 era quella di bilanciare, da un lato, l'interesse alla massimizzazione dei ricavi provenienti dalla privatizzazione e, dall'altra, la tutela contro il rischio, per la collettività, di cedere a soggetti privati settori d'interesse generale che operano od operavano in regime di monopolio pubblico.

Le prerogative previste dall'art. 2 della legge 474/94 vennero, appena emanate, fortemente criticate in Italia poiché furono viste come una eccessiva invadenza dello Stato nelle società privatizzate e nella vita economica del Paese. Furono, inoltre, ritenute incompatibili con i principi regolatori del modello della società per azioni prevista dal codice civile.

A questo proposito si segnala l'Interrogazione a risposta immediata del 13/10/09 al Ministro dell'economia e delle finanze il cui oggetto riguarda proprio l'eventuale responsabilità civile del MEF per l'esercizio di attività di direzione e coordinamento sulle società di cui è azionista con particolare riferimento alla vicenda Alitalia.<sup>40</sup> Nella risposta scritta alla predetta interrogazione il Ministero dell'economia ha testualmente escluso che lo stesso eserciti, in qualità di azionista di riferimento, attività di direzione e coordinamento nei confronti delle società partecipate poiché non ne ricorrerebbero i requisiti soggettivi ed oggettivi previsti dagli artt. 2497 e segg.cc. In tal modo si finisce per svincolare il Ministero e, per analogia, tutti gli enti pubblici imprenditori, da ogni responsabilità relativamente alle scelte concernenti le società di cui esso sia azionista di controllo, per lo meno sotto il profilo dell'esercizio delle attività di direzione e coordinamento. Si profila, quindi, il rischio che tale previsione normativa possa condurre ad una sottrazione dello Stato, in un'economia di mercato, alle regole di tutela delle esigenze dei risparmiatori e degli investitori.

Relativamente alla breve vita dei poteri speciali, così come previsti dalla legge 474/94, determinanti furono le censure mosse dalla **Corte di Giustizia della Comunità Europea**. Questa, infatti, ha evidenziato il contrasto dei poteri suddetti

---

<sup>40</sup> Commissione 5-01918 Atto Camera presentata il 13/10/09 Con questa interrogazione l'On. Flui e altri chiedono quali siano i motivi che hanno indotto il Governo a fornire (ex art. 19, comma 6, decreto legge n. 78/09: "Provvedimenti anticrisi,..." convertito nella legge n. 102/2009) una interpretazione autentica dell'art. 2497, primo comma, del c.c., (responsabilità in capo ad enti che esercitano attività di direzione e coordinamento di società, nell'ipotesi di violazione da parte di questi dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale).

con l'ordinamento comunitario. Più precisamente, il Giudice in parola ha statuito che " I poteri speciali che lo Stato italiano può riservarsi per statuto, prima di perderne il controllo, in determinate società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e di altri pubblici servizi, violano il diritto di libertà di movimento dei capitali all'interno della Comunità europea, dato che la legge che li ha istituiti non prevede misure che ne impongano: a) un'applicazione non discriminatoria; b) la giustificazione per motivi imperativi di interesse generale; c) l'idoneità a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito; e d) la limitazione a quanto necessario per il raggiungimento di quest'ultimo"<sup>41</sup>.

D'altro canto la *golden share* è stato uno dei punti di discussione all'ordine del giorno di almeno 2 riunioni del **Comitato privatizzazioni**. In particolare, nel verbale del 23 giugno 2003 si legge: "I dati raccolti consentono di valutare il processo di privatizzazione italiano e il conseguente ricorso alla Golden share in relazione alle esperienze degli altri Paesi membri. In sintesi l'Italia risulta fra i Paesi che hanno privatizzato di più i settori strategici sia in termini di imprese coinvolte, che di partecipazioni strategiche (e quindi di uso della Golden share) ben oltre la media europea". Più avanti viene affermato che la vera anomalia della Golden share italiana risiede nella sua intensità. Il combinato disposto degli articoli della 474/94, infatti, conferisce, da un lato, ampi poteri di nomina e di veto al Governo e, dall'altro introduce i limiti al possesso azionario ed ai diritti di voto più restrittivi d'Europa. Questo ultimo aspetto è particolarmente critico in quanto rappresenta un'importante barriera alla libera circolazione dei capitali. Non a caso quindi l'indicatore assume in Italia un valore di 4.3, largamente superiore alla media europea che è del 2.8. Il Comitato, più avanti, propone una riforma dei poteri speciali previsti dalla legge 474/94 rifacendosi al modello belga che era stato oggetto di una decisione della Corte di Giustizia del 2002. Il Comitato Privatizzazioni conclude affermando: " Una *golden share* conforme all'Europa non sarebbe di certo più debole, ma più trasparente , efficace e funzionale alla ripresa del processo di privatizzazione anche nei settori più delicati."

Peraltro, proprio la preoccupazione di violare gli impegni comunitari ha spinto ad adottare successive disposizioni normative, volte a chiarire ed a specificare ulteriormente le modalità di esercizio di siffatti poteri, di volta in volta inseriti nelle clausole statuarie di molte società interessate dal processo di privatizzazione.

Il primo intervento era stato operato già con il DPCM del 4 maggio 1999, (c.d. direttiva D'Alema). Ciò nonostante, la Commissione U.E. non interrompeva il procedimento di infrazione e una richiesta di condanna dell'Italia veniva avanzata alla Corte di giustizia nel febbraio 2000. Secondo la Commissione, i poteri attribuiti al Tesoro erano eccessivi e privi di giustificazione alla luce della normativa comunitaria. Per rendere legittima la limitazione al diritto di proprietà degli altri azionisti ed al principio della libera circolazione di capitali, i poteri speciali dovrebbero essere giustificati da motivi di interesse generale e l'esercizio degli stessi dovrebbe avvenire in base a criteri obiettivi, stabili e resi pubblici, in modo da limitare al minimo il potere discrezionale delle autorità nazionali. Le misure restrittive, inoltre, dovrebbero essere proporzionate agli obiettivi che si intendono raggiungere e che devono essere ampiamente documentati.

Venne, quindi, emanato l'art. 66 della L. 23 dicembre 1999, n. 488, che ha ribadito, e in parte integrato, i contenuti della cd. Direttiva D'Alema seguita dal DPCM dell'11 febbraio 2000, il quale, nel definire i criteri di esercizio dei poteri speciali, si è sostanzialmente ispirato ai contenuti dei due precedenti

---

<sup>41</sup> Corte di Giustizia, 23 maggio 2000.

provvedimenti, circoscrivendo e delimitando ulteriormente la portata dell'istituto dei poteri speciali.

I predetti poteri hanno, infine, formato oggetto di una successiva previsione legislativa. Infatti, l'art. 4 ai commi 227-231 della legge 24 dicembre 2003, n. 350 (finanziaria per il 2004) ha introdotto alcune modifiche al delineato assetto delle prerogative ministeriali che hanno indotto, in data 10 giugno 2004, il Presidente del Consiglio ad emanare un nuovo D.P.C.M. relativo ai presupposti ed ai criteri di utilizzo dei nuovi poteri speciali.<sup>42</sup>

La ratio di fondo del nuovo regolamento appare comunque sempre ispirarsi all'esigenza di ancorare le prerogative pubblicistiche ai tipici presupposti dell'ordine pubblico, della sicurezza, della sanità e della difesa. Non manca, poi, il riferimento al rispetto dei criteri comunitari di proporzionalità e di non discriminazione.

Estremamente interessante, oltre che attuale, è **l'audizione che nel maggio 2004 che l'allora Presidente dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato prof. Tesaro** svolse innanzi al Parlamento in occasione dell'Indagine conoscitiva sulle politiche di privatizzazione". In essa si tratta anche della disciplina dei cd. poteri speciali attribuiti allo Stato nelle imprese privatizzate (**golden share**) e, tra l'altro, si legge:

"Le privatizzazioni possono incrementare l'efficienza delle imprese nella misura in cui la loro esposizione al rischio di scalata permette alle forze di mercato di esercitare un controllo sulla *performance* dell'impresa e sull'operato del *management*. Talvolta, quando vengono lasciati ingiustificati poteri all'azionista di minoranza pubblico, i meccanismi di mercato non sono in grado di operare pienamente. E' questo, ad esempio, il caso dei cosiddetti poteri speciali (chiamati, sull'esempio inglese, *golden share*) di cui all'articolo 2 della legge n. 474/94 come modificata dall'art. 66 della legge n. 488 del 1999 e, da ultimo, dall'art. 4, commi 223 e 231, della legge n. 350 del 2003 (legge finanziaria 2004).

In una serie di pronunce adottate tra il 2002 e il 2003, la Corte di giustizia delle Comunità europee ha stabilito i limiti dei regimi nazionali che riservano al Governo determinate prerogative di intervento sulla struttura azionaria e sulla gestione delle imprese privatizzate appartenenti a settori strategici dell'economia. Al fine di adeguare la normativa interna ai precetti comunitari, la legge finanziaria per il 2004 ha introdotto novità importanti per quanto riguarda la disciplina dei poteri speciali, conformando così la normativa italiana in materia ai principi comunitari.

L'Autorità giudica positivamente le previsioni introdotte, volte a meglio circoscrivere le condizioni che possono giustificare le restrizioni derivanti dalla *golden share*, nonché la discrezionalità del Governo in ordine all'attivazione dei poteri speciali.

Innanzitutto, l'opposizione – a differenza del potere di gradimento che si configura come un'autorizzazione preventiva – realizza un intervento *ex post*, più rispettoso dell'autonomia decisionale degli investitori. In secondo luogo, il potere di opposizione risulta limitato nel tempo, potendo essere attivato entro termini rigorosi e molto ristretti.

Infine, gli interventi del Ministro, che possono aver luogo solo in caso di concreto pregiudizio agli interessi vitali dello Stato, devono essere motivati e possono essere sottoposti a controllo giurisdizionale. Queste tre caratteristiche, che ricalcano in gran parte quelle previste nella normativa belga, giudicata legittima dalla Corte di

---

<sup>42</sup> Ai sensi dell'art. 1: "I poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n.332 del 1994, sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione".

giustizia, rendono oggettive e proporzionate le restrizioni contenute nella nuova versione dei poteri speciali italiani.”

Quella della *golden share* è, dunque, una possibilità che si riservano anche i governi degli altri paesi “privatizzatori”, sia pure rispettando le regole di trasparenza imposte dall’U.E. e che hanno imposto all’Italia di emendare la legge quadro del 1994. Ciò che distingue, tuttavia, dagli altri il nostro paese è piuttosto l’esteso ricorso ad altre e meno formalizzate modalità di controllo, esercitate in modo indiretto e non dichiarato. Un esempio di tutto rilievo è dato dalla cessione operata dal MEF a CDP di quote di partecipazione in ENI, ENEL e Poste Italiane, la cui gestione è soggetta a precise direttive ed istruzioni emanate dal Ministro con provvedimenti che non vengono sottoposti alla registrazione da parte della Corte dei conti.

In questi casi ci si può interrogare se di vere e proprie privatizzazioni si tratti, o non piuttosto di operazioni finalizzate semplicemente a fare cassa per migliorare la situazione dei conti pubblici, senza che ciò debba avere alcuna conseguenza sul piano della politica industriale.

Quanto divergente il processo delle privatizzazioni effettive possa essere rispetto a quello delle privatizzazioni formali è peraltro desumibile dai risultati di un’analisi svolta nel 2004 dal Centro Studi Confindustria in occasione dell’audizione tenutasi il 18 maggio 2004 presso la V Commissione (Bilancio) della Camera dei deputati, nel contesto dell’indagine conoscitiva sul processo di privatizzazione in Italia<sup>43</sup>. Le conclusioni dell’analisi sono che le cessioni al mercato di quote di aziende pubbliche tra il 1992 ed il 2003 avevano prodotto un ricavo lordo complessivo di circa 129 miliardi, pari al 12,2% del Pil. Il risultato conseguito in termini di introiti appare notevole se confrontato con quello di altri paesi europei. Come si evince dalla Tabella 9, solo il Regno Unito risultava aver registrato un ammontare di incassi superiore all’Italia.

**Tabella 9 - Privatizzazioni in % del PIL (1)**

| <b>Operazioni effettuate</b>         | <b>Francia</b> | <b>Germania</b> | <b>Spagna</b> | <b>Regno Unito</b> | <b>Italia</b> |
|--------------------------------------|----------------|-----------------|---------------|--------------------|---------------|
| Controvalore delle cessioni          | 7,8            | 5,4             | 8,3           | 13,4               | 12,3          |
| -Indebitamento trasferito            | 0,0            | 0,0             | 0,0           | 1,5                | 1,3           |
| = Ricavo netto                       | 7,8            | 5,4             | 8,3           | 11,9               | 11,0          |
| -Cessioni non di controllo           | 2,4            | 4,0             | 0,1           | 0,0                | 5,7           |
| Cessioni di controllo                | 5,4            | 1,4             | 8,2           | 11,9               | 5,3           |
| di cui incerte:                      | 0,2            | 0,1             | 0,1           | 0,0                | 0,0           |
| Cessioni di controllo sicure         | 5,2            | 1,3             | 8,1           | 11,9               | 5,3           |
| -Cessioni a Fondazioni               | 0,0            | 0,0             | 0,0           | 0,0                | 1,4           |
| <b>= Privatizzazioni "effettive"</b> | <b>5,2</b>     | <b>1,3</b>      | <b>8,1</b>    | <b>11,9</b>        | <b>3,9</b>    |

(1) Queste percentuali sono ottenute sommando i rapporti fra incassi da privatizzazione e Pil dei vari anni in cui si è privatizzato (ovvero 1984-96 per il Regno Unito, 1986-88 e 1993-2003 per la Francia, 1986-88 e 1992-2003 per la Spagna, 1991-2002 per la Germania, 1992-2003 per l'Italia).

Fonte: Elaborazioni CSC su dati Ministero del Tesoro italiano, inglese, francese e spagnolo, Mediobanca e Bloomberg. Per la Germania i dati sono di fonte Ifr e Dese.

Tuttavia, sulla base dell’analisi più dettagliata del dato complessivo contenuta nella stessa Tabella 9, le valutazioni sulla *performance* italiana mutano

<sup>43</sup> Confindustria, 2004.

radicalmente. Infatti, se dal ricavo lordo si sottraggono la quota relativa al trasferimento di indebitamento pari a 13.192 milioni di euro, gli incassi per la vendita di quote non di controllo (61.068 milioni di euro) e per la cessione a fondazioni bancarie (18.160 milioni di euro), si ottiene che solo 54.447 milioni di euro costituiscono i proventi derivanti da operazioni di vendita cui ha corrisposto una cessione di quote di controllo ai privati. Gli incassi derivanti dalle privatizzazioni "effettive" rappresentano solo circa il 3,9% del Pil, un valore ben al di sotto dell'ammontare complessivo incassato nel periodo rilevante. In termini di privatizzazioni effettive, l'Italia si colloca al penultimo posto dopo Regno Unito (con privatizzazioni effettive pari all'11,9% del Pil, solo due punti percentuali in meno rispetto al controvalore complessivo), Spagna (8,1%) e Francia (5,2%).

Alla data dell'analisi svolta da Confindustria la differenza tra il valore delle dismissioni effettuate e quelle effettive era riconducibile in larga parte al fatto che in Italia solo il 53% delle operazioni di collocamento sul mercato di titoli di società pubbliche aveva comportato una cessione del controllo ai privati. Per la restante parte, si erano cedute quote azionarie di minoranza, o quote di maggioranza con il mantenimento di una minoranza di controllo da parte del Ministero dell'Economia o il controllo era stato ceduto a istituzioni, quali le Fondazioni bancarie, non esposte alla concorrenza (ad esempio, la cessione di Mediocredito Friuli Venezia Giulia alla Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste). Negli anni successivi quest'ultima componente ha assunto un peso sicuramente maggiore (in particolare, con il trasferimento a 66 Fondazioni del 30% del capitale di CDP, per un importo di 1.050 milioni) mentre vi si è aggiunta, con incidenza prevalente, quella rappresentata dalla cessione di quote di partecipazioni dello Stato in ENI, ENEL e Poste Italiane ad una società a controllo pubblico qual è la Cassa Depositi e Prestiti per un corrispettivo di 10,9 miliardi. Nel caso di ENEL, ciò ha consentito al Tesoro, non solo di non partecipare al recente aumento di capitale della società elettrica, ma anche di lucrare nuovi proventi da privatizzazione per oltre 650 milioni cedendo a CDP i propri diritti di opzione. La stessa CDP è stata indotta a sottoscrivere anche la quota di spettanza del Tesoro, e ciò nonostante sia tenuta, su decisione dell'Autorità anti-trust, a dismettere l'intera partecipazione in ENEL entro il 30 giugno 2010, per poter conservare la partecipazione di controllo in TERNA SpA.

Tutto ciò, oltre ad evidenziare come negli ultimi anni si sia decisamente passati dalla fase delle privatizzazioni solo parzialmente effettive a quella delle privatizzazioni solo formali, richiama l'attenzione sulle modalità con le quali si cerca di rendere possibile il mantenimento di un difficile e precario equilibrio tra due strategie concorrenti: privatizzare a fini di maggiore efficienza e di acquisizione di risorse utili a far apparire migliorata la situazione della finanza pubblica e mantenere di fatto il controllo pubblico delle imprese privatizzate.

Per quanto riguarda il ricorso alle modalità di controllo indirette esercitate tramite la Cassa Depositi e Prestiti, il Dipartimento del Tesoro ha ritenuto di dover fornire una serie di precisazioni, di seguito testualmente riportate, che in sostanza tendono a dimostrare la conformità a legge dei comportamenti tenuti. Ciò non viene posto in discussione dalla Corte, che si limita ad evidenziare come l'obiettivo – peraltro del tutto legittimo – di conservare il controllo dei settori ritenuti strategici venga perseguito con modalità alternative e meno evidenti rispetto a quella del ricorso alla *golden share*. Tra queste modalità alternative risalta il ruolo esercitato, su direttiva del Governo, da Cassa Depositi e Prestiti.

Il Dipartimento del Tesoro precisa anzitutto che con il decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, con cui è stata disposta la trasformazione di CDP in Società per azioni, sono state

determinate le modalità per l'individuazione delle attività – tra cui le partecipazioni azionarie – da trasferire alla Gestione Separata deputata al finanziamento dello Stato, degli Enti locali e di organismi di diritto pubblico tramite l'utilizzo, tra l'altro, del Risparmio postale (art. 5, comma 3 e 8, del decreto legge).

Per il conseguimento dell'interesse pubblico sottostante alla Gestione Separata, il citato decreto legge 269/2003 ha previsto l'emanazione di decreti del Ministro dell'economia e delle finanze, di natura non regolamentare, espressamente sottratti alla registrazione della Corte dei Conti (art. 5, comma 21), al fine di individuare, tra l'altro, i) le partecipazioni dello Stato da trasferire a CDP/Gestione Separata; ii) le modalità di esercizio del potere di indirizzo della Gestione Separata; iii) i criteri di gestione delle partecipazioni trasferite.

Alla luce di quanto esposto, l'Amministrazione ha rappresentato che la gestione delle partecipazioni in capo a CDP avviene dunque in forza della richiamata normativa primaria allo scopo di garantire la correttezza della amministrazione della Gestione Separata.

In riferimento, poi, all'esercizio dei poteri dell'azionista da parte di CDP, la stessa Amministrazione ha rappresentato che il Decreto Ministeriale emanato per l'individuazione dei criteri di gestione delle partecipazioni, n. 59627 del 18 giugno 2004, ha come finalità "la tutela del valore per gli azionisti - tra l'altro mediante il perseguimento di finalità di impresa e non pubblicitiche - anche per quanto attiene alle nomine degli organi societari", secondo il comune principio gestionale del *business judgement rule* senza alcuna connotazione tipica della *golden share* che mira principalmente alla salvaguardia degli interessi vitali dello Stato.

Si è altresì rappresentato, peraltro, come, in ragione del Decreto Ministeriale citato, la CDP stessa sia "tenuta a consultare preventivamente il Ministero in merito ad operazioni di gestione [...] e ad attenersi alle indicazioni motivate dello stesso, ove difformi dalla proposta formulata"; è dunque in ragione di tale disposizione, volta ad assicurare la tutela del valore per gli azionisti, che il Ministero e CDP esprimono una posizione comune nell'esercizio dei loro poteri. Tale uniformità di posizione, palesata essenzialmente al momento del voto in Assemblea, garantisce anche la tutela delle minoranze azionarie, dal momento che il Tesoro e CDP presentano una unica lista per il rinnovo degli organi sociali nelle società quotate in cui possiedono partecipazioni comuni, lasciando agli azionisti di minoranza la possibilità di determinare i propri rappresentanti, tramite altre liste.

In riferimento al caso dell'aumento di capitale di ENEL, la sottoscrizione da parte della CDP dei diritti di opzione spettanti al Ministero - a seguito della espressa disponibilità della stessa ad essere coinvolta nell'operazione e sentita l'Antitrust - è stata necessaria per permettere allo Stato di mantenere la propria quota strategica in ENEL senza dover stanziare i fondi necessari all'aumento, quantificabili in circa 1,6 miliardi di euro.

La cessione dei diritti dal Ministero a CDP è avvenuta a un prezzo stabilito da un valutatore indipendente, appositamente selezionato tramite procedura trasparente, in modo da garantire un prezzo congruo per la transazione, con Decreto ministeriale emanato ai sensi del citato decreto legge 269/2003 e con le stesse modalità seguite in occasione del trasferimento della partecipazione originaria in ENEL, sempre al fine della confluenza nella Gestione Separata (art. 5, comma 3, lettera b).

L'Amministrazione fornisce una serie di altre precisazioni sul ruolo affidato alla Cassa Depositi e Prestiti anche per escluderne l'utilizzo per mantenere un difficile e precario equilibrio tra le due strategie concorrenti prima richiamate di

privatizzazione a fini di maggiore efficienza e di acquisizione di risorse utili a migliorare la rappresentazione dei conti della finanza pubblica, da una parte, e del mantenimento di fatto del controllo pubblico delle imprese privatizzate, dall'altra.

A tal fine l'Amministrazione osserva che la Cassa Depositi e Prestiti, società per azioni di diritto privato, possiede una propria *mission* aziendale e opera secondo principi di efficienza e di efficacia tesi a garantire il massimo ritorno possibile in termini di investimento ai propri azionisti, che sono il Ministero dell'Economia e delle Finanze per il 70% e 66 Fondazioni bancarie per il restante 30%. Il contestato mantenimento, anche tramite le partecipazioni in capo a CDP, del controllo pubblico delle imprese privatizzate, non si ritiene sia un elemento distorsivo, in quanto si tratta in prevalenza di società quotate le cui azioni sono, per la maggioranza, liberamente negoziabili sul mercato. Le quote in capo allo Stato, sia direttamente o tramite altre società ad esso riconducibili, sono altresì pubblicamente dichiarate, nell'ottica della massima trasparenza e nel rispetto delle norme di legge.

La peculiarità di CDP deriva dalla norma primaria, che ha previsto la trasformazione in S.p.A., distinguendo la natura pubblicistica contenuta nella Gestione Separata – in cui confluisce il Risparmio postale e per la quale il Legislatore ha previsto un potere di indirizzo in capo al Ministro – e la Gestione Ordinaria, sulla cui operatività, rivolta al mercato, il Ministro non esercita alcuna attività di indirizzo.

Quanto alla tematica generale dei diritti dell'azionista in capo al Ministero, si rappresenta che il Dicastero agisce in qualità di socio ordinario, ai sensi del Codice Civile, al fine di preservare il valore patrimoniale della Società e garantire un ritorno per la compagine azionaria. Si ricorda, inoltre, che nel caso della Gestione Separata sono per legge previste modalità operative uniformate a criteri di mercato "di trasparenza e di salvaguardia dell'equilibrio economico" (art. 5, comma 8, decreto legge 269/2003).

L'Amministrazione esprime, infine, l'opinione che la divergenza contestata dalla Corte tra privatizzazioni definite effettive e quelle formali risulti poco comprensibile. A tal fine il Dipartimento preliminarmente precisa come con l'espressione "privatizzazione formale" (*corporatization*) si intenda l'assoggettamento delle imprese pubbliche agli istituti del diritto privato, tramite la cessione del controllo sulle variabili decisionali d'impresa (fattori di produzione, prezzi e quantità prodotte) dall'operatore pubblico al *management*; il controllo del profitto d'impresa rimane invece in capo allo Stato, detentore della maggioranza del capitale sociale. La "privatizzazione sostanziale" vede invece il trasferimento dell'impresa dall'operatore pubblico ai privati, attraverso la cessione sul mercato di quote di controllo; tramite la cessione da parte dello Stato della partecipazione di controllo nell'impresa privatizzata, anche il controllo del profitto è ceduto all'azionista privato. Nelle società a controllo pubblico in cui la maggioranza del capitale sociale è detenuto da soggetti privati si deve parlare necessariamente di privatizzazioni sostanziali, dal momento che il controllo esercitato dallo Stato avviene tramite il possesso di quote azionarie inferiori al 50%.

Per quanto riguarda le cessioni operate dal MEF a CDP di quote di partecipazioni ENI, ENEL e Poste Italiane, ad avviso dell'Amministrazione non si tratta in senso stretto di privatizzazioni, ma dell'applicazione di una specifica norma (decreto legge 269/2003) che, nel disporre la trasformazione della CDP in società per azioni, ha demandato ad un decreto ministeriale l'individuazione delle partecipazioni societarie da trasferire dal Ministero alla CDP. Queste operazioni hanno consentito significativi introiti per il Tesoro e il mantenimento di una

presenza pubblica in settori strategici. Tali effetti non possono non essere valutati positivamente.

Si tratta, come si vede, di interessanti ed utili integrazioni che non possono, tuttavia, indurre a ritenere rafforzato il convincimento che CDP rappresenti uno strumento indiretto fondamentale anche per assicurare il controllo pubblico di settori dell'economia ritenuti strategici, senza dover far ricorso all'utilizzo del più controverso ed ingombrante strumento della *golden share*.

#### *5.6. L'organizzazione per la pianificazione e la gestione dei processi di privatizzazione*

Nella presentazione del *Libro Bianco sulle Privatizzazioni* dell'aprile 2001 l'allora Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica esprimeva l'avviso che la gestione del processo di privatizzazioni fosse stata condotta "con alta perizia dal Dipartimento del Tesoro", stimolando "la crescita di forti e innovative professionalità che, all'interno dell'Amministrazione, non hanno molti precedenti". E concludeva sul punto affermando che ciò rappresentava "un patrimonio prezioso e inedito per lo Stato italiano".

Si tratta di una valutazione che, a parte l'enfasi - giustificabile solo se comparata con l'esperienza, sicuramente poco positiva, della conduzione di altri rilevanti processi amministrativi, ed in particolare di quello delle cartolarizzazioni immobiliari<sup>44</sup> - può essere dalla Corte condivisa a seguito dell'analisi svolta solo per quanto attiene al ruolo, di certo impegnativo, svolto dalle strutture amministrative, che si sono venute con il tempo meglio organizzando per svolgere funzioni che nella prima fase sono state ampiamente delegate ad organi di consulenza ed a *contractors* esterni. Con tutti i rischi che ciò ha comportato in termini di potenziali conflitti d'interesse e di livello degli oneri sostenuti.

A tale ultimo proposito, come si vedrà analiticamente nel successivo capitolo 7, gli oneri sostenuti per le privatizzazioni del Tesoro ammontano nel complesso almeno a 1.749 milioni, pari all'1,8% dei proventi lordi. L'importo raggiunge i 2,2 miliardi se si considerano anche la cessione dell'IRI e delle partecipazioni dismesse da ENI e Fintecna, mentre l'incidenza sui ricavi complessivi scende a circa l'1,6%.

#### Strutture amministrative incaricate della gestione delle operazioni di privatizzazione

Con la soppressione del ministero delle PP.SS. (aprile 1993), le competenze in materia di partecipazioni azionarie dello Stato sono state trasferite al Ministero del Tesoro - Direzione generale del Tesoro, Servizio I - Divisione IV.

Con l'unificazione dei Ministeri del tesoro, del bilancio e della programmazione economica (D.lgs. n. 430/1997) e, successivamente, con l'istituzione dei Dipartimenti (D.P.R. n. 38/1998) la competenza è stata affidata al Dipartimento del Tesoro - Direzione I *Analisi economica, finanziaria e privatizzazioni*, Uffici II e III (D.P.R. n.154/1998, D.M. 8 giugno 1999). In particolare l'Ufficio III aveva le seguenti attribuzioni: proposta, supervisione e gestione dei processi di dismissione, compresa la relativa attività istruttoria e preparatoria; monitoraggio delle aziende partecipate dal Tesoro per le quali fosse

---

<sup>44</sup> Per il quale si rinvia al referto della Corte sull'indagine in proposito svolta (*Analisi dei risultati delle cartolarizzazioni*, Deliberazione n. 4 del 21 marzo 2006 della Sezione centrale di controllo sulla gestione delle Amministrazioni dello Stato).

stato definito il processo di dismissione; esercizio dei diritti dell'azionista per le società di competenza.

Per quanto riguarda gli aspetti legali, il citato D.M. del giugno 1999 ha affidato alla Direzione IV del Dipartimento le seguenti competenze in materia di partecipazioni e privatizzazioni: consulenza giuridica relativa alla gestione delle partecipazioni azionarie dirette e indirette del Tesoro, assemblee societarie e riorganizzazioni societarie, processi di dismissione delle partecipazioni azionarie dirette e indirette del Tesoro e relativi atti strumentali; selezione e rapporti con consulenti legali esterni; provvedimenti e documentazione legale occorrenti per la dismissione (prospetti, contratti di vendita, ecc.); proposta ed elaborazione della normativa in materia di partecipazioni pubbliche e di privatizzazioni; aspetti giuridici della trasformazione degli enti pubblici in società per azioni. Le successive modifiche regolamentari hanno confermato tali competenze.

Con l'accorpamento del Ministero delle finanze, nell'ambito del Dipartimento del Tesoro dell'unificato Ministero dell'economia e delle finanze è stata istituita la Direzione VII *Finanza e privatizzazioni*, articolata in cinque uffici di livello dirigenziale (D.P.R. n. 147/2001, D.M. 25 luglio 2001). In particolare, all'Ufficio IV sono state attribuite le competenze in materia di proposta, supervisione e gestione dei processi di dismissione, compresa la relativa attività istruttoria e preparatoria.

Il Regolamento di riorganizzazione del MEF (D.P.R. n. 43/2008) ha sostanzialmente confermato le competenze della Direzione VII in materia di privatizzazioni.

Ad avviso del Dipartimento del tesoro, i risultati positivi conseguiti con il processo di privatizzazione a partire dal 1993 e sintetizzati nel collocamento dell'Italia al secondo posto al mondo, dopo il Giappone, nella classifica globale dei proventi realizzati attraverso i processi di dismissione di società pubbliche, sono stati ottenuti grazie al notevole impegno da parte delle Amministrazioni coinvolte che hanno dovuto anche costruire *ex novo* conoscenze e competenze specifiche per la realizzazione di un processo di assoluta novità in Italia e sono state chiamate anche a definire e proporre una normativa in grado di assicurare alle privatizzazioni i fondamentali requisiti di trasparenza e non discriminazione e, allo stesso tempo, una snellezza operativa capace di realizzare le operazioni a condizioni e tempistiche di mercato, secondo le migliori prassi riscontrabili nel contesto internazionale.

Come risulterà chiaro dal prosieguo dell'analisi, pur dovendosi riconoscere i benefici del processo di privatizzazione e l'impegno tecnico ed organizzativo con il quale ne è stata gestita l'indubbia complessità e difficoltà, con pari chiarezza ne vanno tuttavia evidenziati anche i non pochi aspetti critici.

#### Il Comitato permanente di consulenza e di garanzia per le privatizzazioni

Accanto alla struttura amministrativa opera il Comitato di consulenza globale e di garanzia per le privatizzazioni (Comitato Privatizzazioni), previsto dal DPCM 30 giugno 1993 ed istituito con la Direttiva del Presidente del Consiglio dei ministri del 15 ottobre 1993, composto dal Direttore generale del Tesoro, in qualità di Presidente, e "da quattro esperti di riconosciuta indipendenza e di notoria esperienza nei mercati nazionale ed internazionale". Il Comitato, che è stato riordinato con DPCM 4 maggio 2007, ai sensi dell'art. 29 del DL 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248, con la riduzione a due del numero degli esperti, fornisce assistenza tecnica finalizzata al buon esito, alla trasparenza, alla coerenza ed al coordinamento temporale delle operazioni ed esprime pareri sul conferimento degli incarichi ai consulenti.

Il Comitato ha in particolare espresso pareri con specifico riferimento all'organizzazione ed allo svolgimento delle diverse procedure di vendita, alla determinazione del prezzo di cessione, ai testi contrattuali di cessione, ai criteri di selezione dei potenziali acquirenti, "assicurando un costante presidio di supporto al Ministero in termini di trasparenza e di garanzia nello svolgimento delle procedure".

Al di là delle riportate affermazioni di principio dell'Amministrazione sul ruolo che il Comitato avrebbe svolto, non è possibile esprimere una compiuta valutazione, non essendo stati forniti alla Corte i verbali delle riunioni del collegio né altra documentazione dalla quale fosse oggettivamente possibile ricavare gli elementi informativi necessari.<sup>45</sup> Sul sito *web* del MEF sono tuttavia rintracciabili alcuni comunicati stampa in cui si dà notizia di pareri espressi o di riunioni tenute dal Comitato e degli argomenti trattati.

Si viene, così, a conoscenza che il Comitato privatizzazioni è stato più volte sentito dal Comitato dei Ministri per le privatizzazioni relativamente alla cessione della partecipazione in Telecom Italia:

- una prima volta, il 16 giugno 1997, nell'ambito delle operazioni propedeutiche al collocamento delle azioni della società detenute dal Ministero del Tesoro, sulla decisione di non prevedere la conversione delle azioni di risparmio STET e Telecom in azioni ordinarie, sulla base anche delle raccomandazioni degli Advisors Morgan Stanley e Euromobiliare e dei Global Coordinators Bzw e Mediobanca;
- la seconda volta, il successivo 22 luglio 1997, quando si dà notizia, tenuto anche conto delle valutazioni prodotte da SNC Warburg e JP Morgan, della selezione del raggruppamento guidato dalla Banca Commerciale Italiana quale primo classificato nell'ambito della graduatoria finale e quindi avente titolo ad avviare in esclusiva le negoziazioni con Telecom Italia S.p.A.;
- la terza volta, il 18 ottobre 1997, quando il Comitato dei Ministri per le privatizzazioni, sentito il parere anche dei Global coordinators (Mediobanca e BZW) e degli Advisors (Morgan Stanley ed Euroobiliare), determina in lire 11.200 per azione il prezzo massimo di collocamento applicabile agli aderenti all'OPV;
- la quarta ed ultima volta il 25 ottobre 1997 quando, sentito sempre il parere dei Global Coordinators e degli Advisors prima detti, vengono comunicati i risultati dell'Offerta Globale di azioni ordinarie Telecom Italia, il prezzo

---

<sup>45</sup> Circa la non disponibilità per la Corte dei verbali del Comitato Privatizzazioni nelle memorie presentate per l'Adunanza di deliberazione del presente referto, il Dipartimento del Tesoro precisa che gli stessi non sono stati finora forniti in quanto si tratta di rilevante e copiosa documentazione la cui ricerca, sistematizzazione e fotocopiatura avrebbe comportato un rilevante ulteriore impegno per il Dipartimento del Tesoro in un periodo, peraltro, caratterizzato da rilevanti e complesse operazioni. All'epoca della richiesta, pertanto, si era ritenuto che le informazioni messe a disposizione della Corte stessa fossero sufficienti per una puntuale ed esaustiva rappresentazione del processo. Ciò anche alla luce del fatto che successivamente non risultano essere stati avanzati solleciti per acquisire detta documentazione.

Quest'ultima affermazione è da considerarsi erronea, ma il Dipartimento conferma, tuttavia, che, se la Corte lo ritenesse ancora necessario, si provvederà a fornire copia dei verbali in questione, con la precisazione che la messa a disposizione della copiosa documentazione avverrà compatibilmente con i tempi occorrenti per il recupero del materiale depositato negli archivi, visto il non breve periodo a cui l'analisi si riferisce, e la implementazione dei necessari adempimenti amministrativi.

L'Amministrazione conferma, altresì, in ogni caso, che tutte le operazioni di cessione, in ogni fase (definizione dei bandi, selezioni dei consulenti, definizione della documentazione, scelta degli acquirenti, allocazioni e *pricing*) hanno riscontrato il parere favorevole del Comitato, chiamato, appunto, ai sensi di legge, a garantire la trasparenza delle operazioni e il rispetto pieno della normativa di riferimento.

istituzionale, il prezzo per il pubblico indistinto e per i dipendenti del Gruppo Telecom Italia, nonché l'allocazione delle azioni oggetto dell'Offerta Globale.

C'è tuttavia da rilevare che nessun riferimento è contenuto, invece, nel comunicato stampa del 4 ottobre 1997 con il quale si comunica la cessione della partecipazione del Tesoro in Telecom Italia ("il più grande collocamento azionario mai effettuato dal Ministero del Tesoro, nonché della più grande offerta di azioni mai effettuata sui mercati in Europa"), fissando in 1,5 miliardi di azioni ordinarie Telecom Italia l'ammontare dell'Offerta Globale, sulla base delle indicazioni raccolte durante l'attività di *pre-marketing* svolta dalle banche del Consorzio di Collocamento in Italia, in Europa, negli Stati Uniti e nel Resto del mondo e sentito il parere degli Advisors Morgan Stanley e Euromobiliare e dei Global Coordinators Mediobanca e BZW.

Secondo quanto risulta dai comunicati stampa rinvenuti, Il Comitato per le privatizzazioni è stato sentito anche:

- il 4 maggio 1998, per l'avvio della quarta tranche di azioni ordinarie di ENI S.p.A. e la conferma per l'incarico di Global Coordinator a IMI e Crédit Suisse First Boston e per l'incarico di Advisor e valutatore a ABM AMRO Rothschild, e successivamente il 27 giugno dello stesso anno, quando il Ministro del Tesoro, sentito il parere anche dei Global Coordinators e dell'Advisor, comunica i risultati dell'Offerta Globale di azioni, il prezzo istituzionale, il prezzo per il pubblico indistinto, nonché l'allocazione delle azioni oggetto dell'Offerta;
- il 15 febbraio 2001, per la cessione sul mercato di ENI 5 (circa 400 milioni di azioni, pari al 5% del capitale sociale) al prezzo di €. 6,80 per azione, mediante un collocamento privato rivolto esclusivamente ad investitori istituzionali effettuato attraverso le modalità dell'*accelerated bookbuilding*, contenente un'opzione di sovracollocazione (*green shoe*) pari a circa 50 milioni di azioni;
- il 4 agosto 2004, per l'avvio delle attività propedeutiche alla dismissione di un'ulteriore quota di azioni ENEL (ENEL3), prevedendo che la partecipazione diretta del Ministero del Tesoro scendesse in modo rilevante, ma risultasse comunque superiore al 30%.

Dalla seconda metà del 2002 sul sito del MEF si trovano comunicati stampa espressamente finalizzati a dar notizia delle riunioni del Comitato privatizzazioni, degli argomenti discussi e, talvolta, anche degli orientamenti emersi. In particolare emerge un ruolo centrale giocato dal Comitato nella privatizzazione di ETI e di Mediocredito Friuli Venezia Giulia S.p.A. e nella disciplina della *golden share*.

Nel caso dell'operazione ETI, risulta che il Comitato privatizzazioni se ne è occupato in almeno in cinque riunioni:

- il 23 settembre 2002, quando, sentito l'Advisor, vengono esaminate le manifestazioni di interesse relative alla dismissione di ETI S.p.A. e si raccomandano modalità e tempi dell'operazione e la richiesta di ulteriori informazioni ad alcuni concorrenti;
- il 4 novembre 2002, quando, valutati gli approfondimenti sulle manifestazioni d'interesse pervenute, viene deliberato di ammettere alla fase successiva della procedura di vendita tutti i partecipanti;
- il 3 febbraio 2003: dopo l'illustrazione delle offerte preliminari da parte dell'advisor, il Comitato analizza la bozza di lettera di procedura relativa alla fase successiva, che avrebbe implicato anche la *due diligence* sulla società in preparazione della formulazione delle offerte vincolanti ed approva la

prosecuzione della procedura e la tempistica proposta dall'advisor. Rimane comunque in considerazione la possibilità di procedere ad una quotazione della società qualora le offerte non risultassero soddisfacenti;

- il 15 aprile 2003: dopo l'aggiornamento sulla procedura di cessione, viene approvata la bozza di contratto di cessione e vengono definiti i passi successivi;
- il 23 giugno 2003: esaminata la procedura di vendita, si stabilisce che le decisioni relative alle presentazioni delle offerte vincolanti verranno rese note nelle lettere di procedura e nei contratti di cessione definitivi che saranno inviati ai potenziali acquirenti nei giorni immediatamente successivi.

Della privatizzazione del Mediocredito Friuli Venezia Giulia il Comitato privatizzazioni si è occupato in tre riunioni, in parallelo con l'operazione ETI e seguendo una scaletta abbastanza simile:

- il 23 settembre 2002, quando, in attesa di ulteriori approfondimenti da parte dell'advisor, viene compiuta una prima analisi delle manifestazioni d'interesse pervenute;
- il 4 novembre 2002, quando, approfondita l'analisi delle manifestazioni d'interesse pervenute, si delibera di ammettere alla fase successiva della procedura di vendita i partecipanti la cui manifestazione d'interesse era risultata conforme a quanto previsto dall'invito;
- il 23 giugno 2003: esaminata la procedura di vendita, si stabilisce che le decisioni relative alle presentazioni delle offerte vincolanti verranno rese note nelle lettere di procedura e nei contratti di cessione definitivi che saranno inviati ai potenziali acquirenti nei giorni immediatamente successivi.

Secondo quanto risulta dai comunicati stampa rinvenuti, dell'argomento *golden share* il Comitato si è occupato in tre riunioni:

- il 3 febbraio 2003, quando è stato analizzato il quadro normativo italiano e di altri Paesi europei, con riferimento anche alle appena intervenute decisioni della Commissione europea. Il Comitato avrebbe approfondito l'argomento nella prossima riunione con l'obiettivo di formulare eventuali raccomandazioni;
- il 15 aprile 2003: è stata analizzata la posizione italiana relativa ai poteri speciali (la c.d. *golden share*) anche in relazione agli altri Paesi Europei. A tale riguardo, riservandosi di specificare ulteriormente le indicazioni fornite, il Comitato ha ritenuto opportuno suggerire al Governo di conformare i poteri speciali in base ai seguenti principi:
  - ridefinizione specifica, oggettiva e trasparente, dei casi e dei criteri di esercizio dei poteri speciali, con limitazione del loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio degli interessi di particolare rilevanza dello Stato che non possono essere difesi altrimenti;
  - definizione di una procedura di esercizio dei poteri speciali, anche stabilendo opportuni termini e l'obbligo di motivazione specifica, confermando altresì la piena sindacabilità da parte dell'autorità giudiziaria;
  - riduzione dei poteri speciali a: 1) poteri di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni rilevanti, anche elevando il limite di legge al di sopra del quale il potere può essere esercitato; 2) poteri di veto o annullamento in funzione degli interessi dello Stato da tutelare. Ciò in relazione alla progressiva diminuzione della partecipazione dello Stato

nella singola società, al grado di liberalizzazione del mercato in cui essa opera e alla presenza di meccanismi regolatori efficienti.

- Il 23 giugno 2003: viene approvato il parere relativo ai poteri speciali (la c.d. *golden share*) da inviare al Governo, in conformità alla lettera già inviata alla Commissione europea in data 4 giugno 2003.

A parte questi tre argomenti in ordine ai quali sembra aver svolto un ruolo centrale, il Comitato privatizzazioni ha avuto all'o.d.g. delle sue riunioni numerose altre operazioni:

- *dismissione di Interpower S.p.A. da parte di ENEL S.p.A.*: nella riunione del 4 novembre 2002 è stato raccomandato ai Ministri competenti, ai sensi del DM 25/1/2000, la prosecuzione della procedura di vendita da parte di ENEL, con gli obiettivi di liberalizzazione del mercato e di massimizzazione dell'introito;
- *cessione della quota residua del Tesoro in Telecom Italia*: il 3 febbraio 2003 il Comitato esamina la relazione finale e valuta l'operazione in modo positivo;
- *cessione di FIME in liquidazione*: nella riunione del 15 aprile 2003 viene definito il percorso della eventuale privatizzazione detenuta dal Tesoro (71,8%);
- *cessione della quota residua di SEAT*: nella riunione del 15 aprile 2005 viene approvata una bozza di decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri relativo alla cessione della quota residua detenuta dal Tesoro nella Società, dopo la cessione nel 2007, per 3.200 miliardi di lire del 61,7% del capitale detenuto dal Tesoro ad un raggruppamento guidato dalla Banca Commerciale Italiana, scelto con l'assistenza del proprio consulente finanziario Lehman Brothers e senza che venga fatta menzione dell'eventuale coinvolgimento del Comitato privatizzazioni;
- *dismissione della partecipazione del Tesoro in Coopercredito (14,2%)*: approvazione, nella riunione del 15 aprile 2003, della procedura di dismissione;
- *ENEL 4*: nella riunione del 5 aprile 2005 il Comitato esprime il proprio parere in ordine al collocamento della quarta tranche di azioni ENEL. Sono approvate le linee guida per la formazione del consorzio bancario di collocamento e garanzia, ravvisando l'opportunità di confermare alla guida del consorzio Mediobanca e Merrill Lynch (Global Coordinator dell'operazione), i quali unitamente a Goldman Sachs e Morgan Stanley avrebbero ricoperto anche il ruolo di *joint bookrunner* dell'offerta. Il Comitato inoltre conviene sull'opportunità di completare l'operazione di collocamento - che avrebbe riguardato circa il 10% del capitale di ENEL - prima dell'estate, compatibilmente con le condizioni dei mercati finanziari. Anche in vista di tale operazione, il Comitato raccomanda che la procedura in corso volta alla dismissione di Wind, sia condotta da ENEL, in modo da assicurare comparabilità e contemporaneità delle offerte ed una loro formulazione sulla base di criteri omogenei;
- *privatizzazione della RAI*: in relazione al processo di privatizzazione della RAI, nella riunione del 5 aprile 2005 il Comitato prende atto delle attività fino ad allora realizzate dal Ministero e dall'advisor finanziario Rothschild. Il Comitato si riserva di esprimere proprie raccomandazioni nel proseguimento dell'iter di strutturazione dell'offerta ed in vista della predisposizione della

Delibera CIPE che, ai sensi di legge, avrebbe dovuto definire tempi e modalità dell'operazione;

- *privatizzazione di Alitalia*: sempre nella riunione del 5 aprile 2005 il Comitato prende atto dell'avvenuta emanazione del DPCM relativo alla privatizzazione di Alitalia e dello stato della procedura per aiuti di Stato avviata dalla Commissione Europea in merito al piano di ristrutturazione e ricapitalizzazione della società. A tale riguardo, il Comitato raccomanda che il management di Alitalia prosegua nella realizzazione delle iniziative volte al recupero di efficienza della compagnia e definisca un percorso volto ad individuare il suo futuro assetto strategico, anche mediante la definizione di una partnership industriale;
- *Cessione del 30% di Terna S.p.A. da parte di ENEL S.p.A.*: al Comitato è fornita una informativa in merito alla cessione da parte di ENEL alla Cassa Depositi e Prestiti di una quota di circa il 30% del capitale di Tema ed alla recente operazione di dismissione di circa il 14% del capitale della stessa società, effettuata da ENEL tramite un'offerta istituzionale accelerata.

Da questa sommaria ricostruzione del coinvolgimento nelle procedure di privatizzazione operata sulla base di elementi informativi parziali, discontinui e frammentari sembra emergere un'evoluzione del ruolo del Comitato per le privatizzazioni - da quello di consulenza eventuale fino a tutto il 2001 e in larga parte coincidente con la fase di accelerazione, in cui il ruolo centrale sembra essere stato esercitato dai *contractors*, ad un ruolo di vero e proprio *governing body* nello stadio del consolidamento. E' da presumersi che parallelamente sia anche evoluto il ruolo delle strutture amministrative, anche in ragione del fatto che la Presidenza del Comitato è affidata al Direttore Generale del Tesoro.

Si deve tuttavia ribadire che si tratta di conclusioni che meriterebbero di essere opportunamente riscontrate sulla base di informazioni più dirette e più analitiche: pur non potendo essere confinate a mere ipotesi di lavoro, non possono tuttavia essere considerate più di prime deduzioni da riscontrare alla luce dei verbali delle riunioni del Comitato per le privatizzazioni, verbali che, come già detto, nonostante la richiesta in tal senso avanzata, l'Amministrazione ha ritenuto di non dover mettere a disposizione della Corte, rendendo in tal modo impossibile di fare piena luce sulla regolarità delle operazioni e sul rispetto dei criteri di efficacia, efficienza ed economicità nella pianificazione e nella realizzazione dei processi di privatizzazione. Con il risultato di evidenziare aspetti di scarsa trasparenza nel processo di privatizzazione.

### I contractors

Ciò che appare in ogni caso evidente è che per il governo dei processi di privatizzazione è stato necessario integrare le scarse strutture amministrative ed i componenti *part time* del Comitato privatizzazioni con l'apporto di un'articolata gamma di numerosi *contractors*, ai quali sono stati corrisposti compensi per almeno 2,2 miliardi e che hanno spesso contemporaneamente svolto più di un ruolo o un ruolo complesso: *Advisor* e valutatore; *Advisor*, valutatore e intermediario/collocatore; valutatore e intermediario/collocatore; consulente finanziario globale; consulente finanziario globale e valutatore; consulente finanziario globale e intermediario/collocatore.

L'Amministrazione osserva che è la legge 474/94 a prevedere che possano essere affidati "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"; ed è in tale quadro che, a seconda del tipo di modalità di cessione prevista dal Governo, sono stati nominati advisor legali, finanziari (valutatori, collocatori, garanti ecc. ) nonché altre figure di consulenti (pubblicitari, organizzatori di Road show, stampatori per i prospetti informativi ecc.), la cui attività risultava strettamente necessaria a garantire il buon esito dell'operazione secondo la migliore prassi a livello internazionale (peraltro, alcune figure di consulenti – quali il collocatore e il valutatore – sono espressamente previsti dalla normativa di riferimento).

L'Amministrazione asserisce altresì che il ruolo dei *contractors* è stato, in tutte le privatizzazioni, aderente a quello stabilito dalla normativa e dalla prassi di mercato (esplicitandosi diversamente, a seconda dello specifico incarico ricevuto: *Global Coordinator, Co-Global*, ecc.). In particolare, tali soggetti avrebbero lavorato in stretto collegamento con l'Amministrazione, rispondendo direttamente alla stessa, in base alle previsioni normative ed agli incarichi ricevuti, senza mai riferire direttamente ai vertici politici o agire dietro input degli stessi.<sup>46</sup> Inoltre, si sottolinea che l'attività degli stessi è sempre stata oggetto di puntuale e costante verifica, sia per quanto riguarda gli adempimenti contrattuali, sia relativamente alla correttezza nell'esecuzione del mandato conferito.

Per le 48 privatizzazioni direttamente effettuate dal Tesoro tra il 1994 ed il 2008, nel prospetto A che segue si riporta, per ciascuna delle 32 Società intervenute nel corso dell'operazione con uno o più incarichi – *Advisor, Valutatore, Global coordinator, Intermediario/collocatore* – il numero dei ruoli ricoperti che, nel totale sono risultati 163.

La Società maggiormente ricca di incarichi (32) è stata la *Société Générale* che ha seguito, cumulando diversi ruoli, una serie di operazioni di rilevanza singola relativamente modesta in termini di proventi per quanto riguarda i Mediocrediti regionali, ma intervenendo anche per le operazioni San Paolo IMI, Beni Stabili S.p.A., Mediocredito Centrale, BNL2, Ina – Generali. A seguire troviamo *Rothschild* (con 22 incarichi), ma con una presenza più diluita negli anni, in particolare: a) è stata costantemente presente per la privatizzazione di ENI nelle cinque *tranches*, che hanno comportato proventi lordi per circa 24 miliardi; b) nel 2000 è stata interessata in operazioni attinenti ad alcuni Istituti di credito di interesse locale. Seguono l'IMI (15 incarichi) ed il *Crédit Suisse First Boston (CSFB)* con 11 incarichi, spesso presente insieme all'IMI.

Si può osservare una certa evoluzione nel consolidamento delle presenze nel corso degli anni: infatti alcune risultano concentrate nei primi anni (è il caso di *Schroders, Crédit Suisse First Boston, IMI, Fox Pitt Kelton*), mentre altre sono comparse solo successivamente, come: a) la *JP Morgan* (7 incarichi) a partire dal 1997 per SEAT, poi BNL1 nel 1998, Mediocredito Centrale nel 1999, per finire con CDP nel 2003; b) la *Merryl Lynch*, che tra il 1999 ed il 2005 ha seguito la privatizzazione dell'ENEL nelle diverse fasi; c) la già citata *Société Générale* comparsa sulla scena solo nel 2001.

Invece per le 36 operazioni relative a dismissioni di società di proprietà dell'IRI, quindi di partecipazioni non direttamente possedute dallo Stato, le informazioni sulle Società che hanno ricoperto i ruoli di *Advisor, Valutatore, Global coordinator* non sono esaustive per tutte le operazioni. Comunque si osserva una

---

<sup>46</sup> L'affermazione suscita, tuttavia, qualche perplessità se si considera che, come prima si è visto, dai comunicati stampa relativi all'attività del Comitato per le privatizzazioni, almeno per quanto riguarda la cessione della quarta tranche di azioni ordinarie ENI SpA, è stato il Ministro del Tesoro a sentire il parere anche dei Global Coordinators e dell'Advisor prima di comunicare nel maggio 1998 i risultati dell'Offerta Globale di azioni, il prezzo istituzionale, il prezzo per il pubblico indistinto, nonché l'allocazione delle azioni oggetto dell'Offerta.

significativa presenza della *Wasserstein Perella* come Advisor e della *Pasfin* come Valutatore per gli anni tra il 1993 ed il 1996, di *Rothschild* nel biennio 1997 - 98, dell'*IMI* nel 1999 e della *Lehman Brothers* nel 2000, mentre nel 2001 compare *Société Générale*.

Infine, per le 7 operazioni effettuate da Fintecna tra il 2002 ed il 2007, gli incarichi per i ruoli di *Advisor* e Valutatore sono stati essenzialmente conferiti a Società internazionali di *consulting*, come *KPMG*, *REAG- -Real Estate Advisory Group*, *Ernst Young*.

**Prospetto A - Operazioni effettuate dal Tesoro: n. ruoli ricoperti dalle Società nelle operazioni per anno**

| Anno                                       | 1994     | 1995      | 1996      | 1997      | 1998      | 1999      | 2000      | 2001      | 2002      | 2003      | 2004     | 2005      | 2006 | 2007 | 2008     | Totale     |
|--|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|------|------|----------|------------|
| <i>N. operazioni</i>                       | 2        | 3         | 3         | 5         | 2         | 3         | 4         | 6         | 6         | 7         | 2        | 4         |      |      | 1        | 48         |
| <b>Società</b>                             |          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          |            |
| <i>Schroders</i>                           | 1        | 1         | 1         | 2         | 1         | 2         |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 8          |
| <i>Credit Suisse<br/>First Boston</i>      | 1        | 2         | 2         | 1         | 1         | 2         |           | 1         |           | 1         |          |           |      |      |          | 11         |
| <i>SG Warburg</i>                          | 1        | 1         |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>IMI</i>                                 | 2        | 2         | 3         | 1         | 1         |           |           | 4         | 1         | 1         |          |           |      |      |          | 15         |
| <i>Fox Pitt<br/>Kelton</i>                 | 1        | 2         | 1         |           |           | 1         |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 5          |
| <i>Goldman<br/>Sachs</i>                   | 1        |           | 1         |           |           |           |           |           |           | 3         |          |           |      |      | 1        | 6          |
| <i>Vitale<br/>Borghesi &amp;<br/>C.</i>    |          | 1         |           | 1         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>Akros</i>                               |          | 2         |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>Rothschild</i>                          |          | 2         | 2         | 5         | 2         |           | 6         | 2         | 2         |           |          | 1         |      |      |          | 22         |
| <i>Eptaconsors</i>                         |          | 1         |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>SBC Warburg</i>                         |          |           | 1         | 1         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>San Paolo di<br/>Torino</i>             |          |           |           | 1         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>Morgan<br/>Stanley</i>                  |          |           |           | 3         |           |           |           |           | 1         |           |          |           |      |      |          | 4          |
| <i>Euromobiliare</i>                       |          |           |           | 2         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>Mediobanca</i>                          |          |           |           | 1         | 1         | 1         |           |           |           |           | 1        | 1         |      |      | 1        | 6          |
| <i>Barclays de<br/>Zoete Wedd</i>          |          |           |           | 1         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>Lehman<br/>Brothers</i>                 |          |           |           | 2         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>Morgan<br/>Guaranty<br/>Trust of NY</i> |          |           |           | 1         |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>JP Morgan</i>                           |          |           |           | 1         | 2         | 2         |           |           |           | 2         |          |           |      |      |          | 7          |
| <i>ABN Amro</i>                            |          |           |           |           | 2         |           |           | 2         | 2         |           |          |           |      |      |          | 6          |
| <i>Deloitte &amp;<br/>Touche</i>           |          |           |           |           | 1         |           |           |           |           | 1         |          | 2         |      |      |          | 4          |
| <i>BNL</i>                                 |          |           |           |           | 1         |           |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>Dresdner<br/>Kleinwort<br/>Benson</i>   |          |           |           |           |           | 2         |           |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>Merryl Lynch</i>                        |          |           |           |           |           | 1         |           |           |           |           | 1        | 3         |      |      |          | 5          |
| <i>Gallo &amp; C.</i>                      |          |           |           |           |           |           | 1         |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>KPMG<br/>Consulting</i>                 |          |           |           |           |           |           | 2         |           |           |           |          |           |      |      |          | 2          |
| <i>Arthur<br/>Andersen</i>                 |          |           |           |           |           |           | 1         |           |           |           |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>Société<br/>Gènèrale</i>                |          |           |           |           |           |           |           | 12        | 14        | 3         | 3        |           |      |      |          | 32         |
| <i>Ernst &amp;<br/>Young</i>               |          |           |           |           |           |           |           |           |           | 1         |          |           |      |      |          | 1          |
| <i>Deutsche<br/>Bank</i>                   |          |           |           |           |           |           |           |           |           | 1         |          | 1         |      |      |          | 2          |
| <i>Lazard</i>                              |          |           |           |           |           |           |           |           |           | 1         | 2        | 2         |      |      |          | 5          |
| <i>Citi Group</i>                          |          |           |           |           |           |           |           |           |           |           |          |           |      |      | 1        | 1          |
| <b>Totale</b>                              | <b>7</b> | <b>14</b> | <b>11</b> | <b>23</b> | <b>12</b> | <b>11</b> | <b>10</b> | <b>21</b> | <b>20</b> | <b>14</b> | <b>7</b> | <b>10</b> |      |      | <b>3</b> | <b>163</b> |

Fonte: elaborazione Cdc su dati MEF - Dipartimento del Tesoro

Limitandoci a considerare le sole transazioni per trattativa diretta, come risulta dall'allegato prospetto M, sono molti i casi di ripetuti cumuli di incarichi: Rothschild è stato nel 2000 consulente finanziario globale e valutatore nel caso delle operazioni relative al Credito Industriale Sardo, al Mediocredito Lombardo ed al Banco di Napoli; Société Générale è stata intermediario e consulente finanziario globale nel 2001 per le operazioni di privatizzazione di Mediocredito Centrale e Mediocredito dell'Umbria, e nel 2002 per le operazioni di Cariverona, Mediovenezie, Mediocredito Toscano e Mediocredito Fondiario Centritalia; JP Morgan ha svolto il ruolo di advisor e valutatore per le operazioni di BNL 1 (1998) e di Mediocredito Centrale (1999), nonché di intermediario e valutatore per CDP (2003). Sempre limitandoci a considerare le sole trattative private, cumuli di incarichi sono stati attribuiti anche ad altri *contractors* (Fox Pitt Kelton, Akros, Crédit Suisse First Boston, KPMG Consulting).

Con riferimento alle operazioni con transazioni tramite offerta globale il cumulo degli incarichi sembra, di fatto, essere la regola: Schrodgers è stato *advisor* e valutatore per INA1 nel 1995 e per San Paolo di Torino nel 1997; Rothschild ha svolto il ruolo di *advisor* e valutatore nel 1995 per Eni1, nel 1996 per ENi2 e nel 1997 per Eni3 e per Banca di Roma, mentre insieme alla ABN Amro ha ricoperto i due ruoli per Eni4 nel 1998; Dresdner Kleinwort Benson è stato *advisor* e valutatore per Enel1 nel 1999, così come Lazard per Enel3 nel 2004 ed ENEL4 nel 2005.

Anche nei casi in cui si è fatto ricorso sia all'offerta globale che alla trattativa diretta si è operato con il doppio incarico di *advisor* e valutatore: Euromobiliare e Morgan Stanley per Telecom Italia1 nel 1997, JP Morgan per BNL1 nel 1998 e Imi e Schrodgers per Autostrade nel 1999.

Infine per un'ultima tipologia di transazione cui si è fatto ricorso con una certa frequenza, la procedura competitiva, si è operato con cumuli di incarichi nelle operazioni: Banco di Napoli1 nel 1997, con Rothschild *advisor*, valutatore e collocatore; SEAT nel 1997 con Lehman Brothers nel ruolo di intermediario e consulente finanziario globale; nel 2003 per il Mediocredito Friuli Venezia Giulia con la Société Générale come intermediario e consulente finanziario globale e per l'ETI con Goldman Sachs come *advisor*, valutatore e intermediario; per Fime nel 2005 con Deloitte nel ruolo di *advisor* e valutatore.

## 6. Obiettivi di privatizzazione e incassi

### 6.1. Obiettivi ed operazioni di privatizzazione programmate nei Dpef

Al fine di ricostruire un quadro completo degli interventi programmati e di verificare l'esistenza o meno di una capacità amministrativa di pianificazione e di gestione strategica dei processi di privatizzazione sono stati esaminati i Documenti di programmazione economica e finanziaria a partire da quello presentato nel 1990 per il triennio 1991 - 1993, fino al più recente presentato nel 2009 per il periodo di programmazione 2010 - 2013.

Va subito detto che il contenuto dei documenti appare spesso generico già in relazione all'individuazione delle operazioni da attuare e ancor più ai risultati attesi, sia in termini finanziari - proventi, riduzione del debito pubblico o dell'indebitamento per le società indirettamente controllate dal Tesoro - sia di impatto sull'economia - tariffe, concorrenza, occupazione. Peraltro lo stesso Dipartimento del Tesoro, in relazione alla specifica richiesta da parte della Corte di indicare i risultati attesi e consuntivati dalle dismissioni di partecipazioni pubbliche, ha sottolineato come nei Dpef "...solitamente non vi siano specifiche quantificazioni degli introiti previsti..." ma vengano "... indicate delle stime aggregate non riconducibili alle singole operazioni individuate"<sup>47</sup>.

A giustificazione dei dati esposti solo in termini aggregati, si ribadisce che "... negli ultimi anni i programmi di privatizzazione nei Dpef si limitano ad indicare le partecipazioni che saranno oggetto di programmi di valorizzazione/privatizzazione nel medio periodo, in quanto: per le società quotate indicare gli introiti determinerebbe un'instabilità sui corsi azionari dei titoli, lasciando spazio alle speculazioni finanziarie e pregiudicando il buon esito delle operazioni previste; per le IPO (*Initial Public Offering*)<sup>48</sup> e le trattative dirette comporterebbe una limitazione alla massimizzazione del valore degli *asset*, a causa della conoscenza da parte dei potenziali acquirenti delle aspettative di incasso del Ministero, facendo venir meno la tensione competitiva dell'asta." Pur ovviamente concordando con queste considerazioni, va chiarito che quello che la Corte chiedeva era solo di poter conoscere ex post quali, in realtà, fossero state le aspettative sugli introiti delle singole operazioni, anche se solo frutto di analisi e valutazioni rimaste "interne" al Tesoro.

In ogni caso, gli specifici obiettivi di carattere quantitativo del processo di privatizzazione rintracciabili nei Dpef sono esplicitati nella Tabella 10, dalla quale appare chiara la forte disomogeneità nell'esposizione nel corso degli anni: i primi documenti venivano corredati da dati estremamente aggregati relativi agli introiti attesi dalle dismissioni o al risparmio sugli interessi del debito pubblico che le stesse avrebbero indotto. A partire dal documento presentato nel 1997 per la programmazione degli anni 1998 - 2000 sono state indicate nominativamente le società interessate dalle cessioni, con l'eccezione del Dpef 1999 - 2001 nel quale veniva stimato il risparmio atteso in termini di interessi sul debito pubblico fino al 2004.

Come si vede dalla schematizzazione che si è tentata dei contenuti dei documenti di programmazione, a parte la previsione di specifiche operazioni la cui effettiva realizzazione o meno può essere riscontrata nella Tabella 11, i Dpef hanno

---

<sup>47</sup> Nota del Tesoro dell'11 novembre 2008.

<sup>48</sup> L'IPO (dall'inglese "Initial Public Offering") è l'offerta pubblica iniziale di sottoscrizione e/o di vendita (OPS, OPV o OPVS) di titoli di una società che per la prima volta viene ammessa alle negoziazioni di borsa. Prevalente è il modello misto (OPVS), dove gli azionisti della società offrono al mercato in parte azioni proprie e in parte azioni di nuova emissione.

indicato una serie di obiettivi di ordine generale che stanno alla base dei programmi di privatizzazione di partecipazioni pubbliche succedutisi nel tempo.

Un primo ordine di obiettivi è riconducibile ad una logica di politica industriale e riguarda:

- la dismissione di aziende pubbliche che non svolgevano attività di carattere strategico;
- il ridimensionamento del ruolo dello Stato nell'economia;
- la promozione di un sistema industriale più efficiente e più concorrenziale;
- l'ampliamento del mercato azionario ed il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese.

Un secondo ordine di obiettivi attiene alla politica finanziaria e di bilancio, ed in particolare:

- alla riduzione del peso del debito pubblico e degli interessi sullo stesso debito;
- al rientro nei parametri di finanza pubblica fissati per l'adesione all'Unione Monetaria Europea.

Per quanto riguarda, poi, le specifiche operazioni, va rilevato che quanto previsto nei documenti non risulta, tra l'altro, esaustivo rispetto all'attività effettivamente svolta. In particolare, nessuna indicazione è rintracciabile nei Dpef con riguardo all'operazione di grande rilievo, non solo finanziario, della formale privatizzazione della Cassa Depositi e Prestiti con la sua trasformazione in S.p.A. nel dicembre 2003 e la cessione del 30% del suo capitale (per 1.050 milioni) a 66 Fondazioni bancarie. La rilevanza di questa operazione è evidenziata dal fatto che, con lo stesso decreto di trasformazione in società per azioni, CDP ha acquisito dal Ministero dell'economia una serie di partecipazioni in ENEL, ENI e Poste Italiane, per un corrispettivo complessivamente pari a circa 11 miliardi di euro.

**Tabella 10. Obiettivi generali e specifici esplicitati nei Dpef con riferimento ai processi di privatizzazione (1990-2009)**

| Dpef  | Anno e Soggetto cedente                              | Obiettivi  |
|---|--|--|
| 1991-93   |  | Dismissione di aziende pubbliche che non svolgevano attività di carattere strategico   |
| 1992-94   |  | Ridimensionamento del peso del settore pubblico nell'economia  |
|   | 1991   | Dismissione partecipazioni in: <i>Imi e Crediop</i>  |
| 1993-95   | 1992   | Introiti attesi: 3,6 miliardi di euro  |
|   | 1993   | Introiti attesi: 7,7 miliardi di euro  |
|   | 1994   | Introiti attesi: 7,7 miliardi di euro  |
|   | 1995   | Introiti attesi: 6,2 miliardi di euro  |
| 1994-96   |  | Nessun riferimento alle privatizzazioni  |
| 1995-97   | 1995   | Privatizzazioni finalizzate ad una maggiore efficienza del sistema economico<br>Incassi da dismissioni di società IRI o ENI destinati alla riduzione dell'indebitamento degli stessi enti<br>Dismissioni patrimoniali comportanti nel 1995 una diminuzione del debito pubblico per 5,1 miliardi  |
| 1996-98   | 1996   | Dismissioni finalizzate a maggior concorrenza e dinamismo del sistema industriale ed alla crescita della liquidità del mercato azionario<br>Prosecuzione dismissioni per IMI ed INA anche mediante trattativa diretta finalizzata alla formazione di un azionariato stabile con soggetti italiani ed esteri<br>Dismissione partecipazioni in ENI<br>Dismissioni patrimoniali comportanti nel triennio ricavi annui per 5,1 miliardi                  |
| 1997-99   | 1996   | Dismissioni finalizzate all'effettivo allargamento della base produttiva<br>Dismissione partecipazioni in ENI<br>Dismissioni patrimoniali comportanti nel triennio ricavi annui per 5,1 miliardi   |
| 1998-00   | Tesoro   | Dismissioni patrimoniali e privatizzazione delle Fondazioni (attraverso la cessione delle partecipazioni bancarie detenute) finalizzate al ridimensionamento del ruolo dello Stato nell'economia ed alla promozione di un sistema più concorrenziale   |
|   |  | Cessione di BNL  |
|   |  | Cessione 60% capitale ordinario <i>Banco di Napoli</i>   |
|   |  | Cessione pacchetto azionario nella <i>SEAT</i>   |
|   |  | collocamento ulteriore quota pacchetto azionario in <i>ENI</i>   |
|   | Alienazione partecipazione del Tesoro in <i>STET</i> |  |
| IRI   | Cessione partecipazione in <i>Autostrade</i>         |  |
|   |  | Gli art. 56 e 57 del D.Lgs. 415/1996 disponevano che il Consiglio di borsa e il Comitato di gestione dei mercati dei titoli di Stato presentassero, rispettivamente alla CONSOB e al Ministero del tesoro, un progetto concernente la costituzione di una o più società per azioni aventi per oggetto, rispettivamente, la gestione della borsa valori e la gestione del mercato dei titoli di Stato. Il DPEF prevedeva la cessione di tali società. |
| 1999-01   |  | Privatizzazioni finalizzate all'ingresso nell'UME ed alla continuazione del rientro dal debito pubblico, con risparmi di interessi pari a 2,4 miliardi di euro fino al 2004  |
|   | 1998   | Previsti risparmi di interessi sul debito pubblico: 619,7 milioni di euro  |
|   | fino al 2004   | Previsti complessivamente: risparmi di interessi sul debito pubblico per 2,4 miliardi di euro  |
|   | 1998 Tesoro  | Cessione intero pacchetto azionario (85%) detenuto in <i>BNL</i>   |
|   |  | Cessione quote residue in: <i>Banco di Napoli, IMI, Ina, Telecom Italia</i>  |
|   |  | Quarta tranche quota detenuta in <i>ENI</i> , mantenendo tuttavia il controllo del Tesoro  |
|   | 1998 IRI   | Cessione quota residua in <i>Aeroporti di Roma</i>   |
|   |  | Vendita di una quota partecipazione detenuta in <i>Alitalia</i>  |
|   |  | Dismissioni in <i>Finmeccanica</i>   |
|   |  | Cessione partecipazione in <i>Autostrade già prevista per il 1997</i>  |
| Cessione società di linea <i>Gruppo Finmare</i> |  |  |

| <b>Dpef</b> | <b>Anno e Soggetto cedente</b>  | <b>Obiettivi</b>   |
|-------------|---|--|
| 2000-03     | 1999 Tesoro   | Dismissione di una quota partecipazione in <i>Enel</i>   |
|             |   | Valutazione ipotesi di cessione quote residue in: <i>Telecom Italia, INA, Unim, Banco di Napoli, San Paolo-Imi</i>   |
|             |   | Avvio privatizzazione <i>Mediocredito Centrale</i>   |
|             |   | Cessione quote in: <i>Credito Industriale Sardo, Meliorbanca</i>   |
|             | entro '01   | Trasformazione <i>ETI</i> (costituito nel 1998) in S.p.A. entro il 2001, per successiva privatizzazione  |
|             | 1999-2000 IRI   | Continuazione privatizzazione: <i>Aeroporti di Roma, Autostrade</i><br>Avvio privatizzazione: <i>Alitalia, Finmeccanica</i>  |
| 1999 IRI    | Riduzione presenza nel capitale sociale: <i>Fincantieri, Tirrenia</i> |  |
| 2001-04     | 2000-01   | Previsti nel biennio proventi per 33,6 miliardi di euro dal programma di privatizzazioni: aggiudicazioni licenze telefonia mobile III generazione ( <i>UMTS</i> ), dividendo relativo all'utile '99 <i>IRI</i> (3,5 miliardi di euro) all'azionista Tesoro, introiti relativi cessione quote residue detenute dal Tesoro in <i>Telecom Italia, Banco di Napoli, INA, BNL, San Paolo-IMI</i> e, qualora le condizioni di mercato lo avessero consentito, dismissione di un ulteriore tranche <i>Enel</i> . Bilancio conclusivo al 31 dicembre 1998 cessione aziende <i>ENI</i> non legate al core business pari 5,5 miliardi (4,2 di proventi e 1,3 di debiti trasferiti) |
|             |   | Liquidazione <i>IRI</i>  |
| 2002-06     |   | Riassetto industriale delle partecipazioni per porre le basi per successive operazioni di privatizzazione  |
|             |   | Introiti complessivi nel corso della XIV Legislatura (2001-06): 62 miliardi di euro, distribuiti temporalmente con un profilo decrescente  |
| 2003-06     |   | Riavvio del piano di dismissioni con la cessione nel breve termine di tutte le partecipazioni non strategiche, la significativa riduzione della partecipazione pubblica nelle altre imprese appetibili per il mercato e la ristrutturazione delle restanti per la loro privatizzazione nel medio periodo<br>Incisiva riforma della regolamentazione per le imprese privatizzate operanti nel settore dei servizi di pubblica utilità   |
|             |   | Previsti proventi per complessivi 20 miliardi dalla cessione delle seguenti partecipazioni: <i>ENEL</i> (cessione di una quota del 37,58% del capitale sociale), <i>Terna, Gestore Rete di Trasmissione Nazionale, Alitalia</i> (per queste società riduzione quota di partecipazione non inferiore al 30%); <i>Telecom Italia, Seat, Eti, Mediocredito Friuli Venezia Giulia, Coopercredito, Tirrenia, Fincantieri</i> (dismissione delle intere quote di partecipazione direttamente o indirettamente possedute dal Tesoro).   |
| 2004-07     |   | Affermazione dell'intento di riprendere le privatizzazioni al fine di assicurare la riduzione del debito   |
| 2005-08     |   | Conferma dell'intento di riprendere le privatizzazioni al fine di assicurare la riduzione del debito   |
| 2006-09     |   | Ricorso a proventi da privatizzazioni del patrimonio pubblico, il cui processo di pianificazione risultava facilitato dall'elaborazione del Conto patrimoniale del settore pubblico che aveva portato a stimare l'attivo al 137% del PIL   |
| 2007-11     |   | Rinnovato impegno alla politica di privatizzazioni dopo una preventiva valutazione delle azioni strategiche disponibili per la dismissione del patrimonio residuo dello Stato  |
| 2008-11     | Tesoro  | Privatizzazione <i>Alitalia</i><br>Cessione, al verificarsi di condizioni favorevoli di quote partecipazioni Tesoro in: <i>Poste Italiane, IPZS</i>  |
|             | Fintecna  | Collocamento in Borsa quota del capitale <i>Fincantieri</i> (comunque controllo pubblico non inferiore al 51%)   |
|             |   | Privatizzazione <i>Tirrenia</i>  |
| 2009-13     |   | Mantenimento controllo settori strategici<br>ristrutturazione e nuova regolamentazione per società con potenziale attrattiva per il mercato  |
|             | Tesoro  | Completamento privatizzazione <i>Alitalia</i>  |
|             |   | Cessione quote partecipazioni Tesoro in: <i>Poste Italiane, IPZS</i>   |
|             |   | Intervento privati nella <i>Sace</i>   |
| Fintecna    | Disimpegno da: <i>Fincantieri, Tirrenia</i>                           |  |
| 2010-13     | Tesoro  | Mantenimento del controllo dei settori strategici ( <i>Eni, Enel, Finmeccanica</i> )<br>possibile cessione quote partecipazioni in: <i>Poste Italiane, IPZS</i> .<br>ipotesi di apertura ai privati del capitale della <i>Sace</i> .   |
|             | Fintecna  | Cessione di <i>Tirrenia</i> e collocamento in Borsa di una quota del capitale di <i>Fincantieri</i> .  |

Fonte: elaborazione Cdc su dati Dpef (vari anni), MEF - Dipartimento del tesoro.

Di seguito si riportano gli elementi di maggior interesse in merito ai processi di privatizzazione ricavati dai documenti di programmazione che sono stati presentati dal 1990 in avanti, ed ai quali, ovviamente, si riferisce anche la schematizzazione contenuta nella precedente Tabella 10.

In generale, va anzitutto ribadito come nei primi documenti il ricorso alla dismissione di una parte del patrimonio pubblico venisse proposto in termini esclusivamente generici e/o fissando obiettivi aggregati di ricavi da conseguire e di miglioramento del rapporto debito pubblico/PIL da determinare.

Nel caso delle c.d. Partecipazioni Statali, l'indicazione dell'indicazione del DPEF 1991-93 era che i proventi avrebbero dovuto in parte rifluire allo Stato, a titolo di rimborso dei fondi di dotazione erogati nel corso del tempo, ed in parte essere impiegati nel finanziamento di nuovi investimenti nei settori ritenuti prioritari. Al fine di presentare sul mercato aziende in condizioni economico - finanziarie accettabili, con prospettive reddituali competitive, si dichiarava di voler accelerare le azioni di risanamento già avviate. Nel caso di cessione del capitale azionario (o di una quota di questo) degli Istituti bancari di diritto pubblico, se detenuto dall'azionista Tesoro o dalla Cassa Depositi e Prestiti, i proventi derivanti dalla vendita delle azioni dovevano, invece, "affluire al bilancio dello Stato".

Inoltre si sottolineava come la privatizzazione di aziende pubbliche avrebbe potuto promuovere lo sviluppo del mercato azionario, con il collocamento di quote del capitale di imprese pubbliche, in sostituzione di titoli del debito pubblico. In tal modo si sarebbe contribuito alla creazione di un vero "mercato", specie se realizzato attraverso i nuovi investitori istituzionali, puntando alle *public companies* ispirate al modello del capitalismo partecipativo, con effetti positivi sulla capacità di reperimento del capitale di rischio da parte delle imprese private, come in quegli anni dimostravano le esperienze del Regno Unito e della Francia.

Venendo all'esame sommario dei singoli documenti, il *Dpef 1991 - 1993* sottolineava come le condizioni della finanza pubblica imponessero di procedere alla dismissione di aziende pubbliche non strategiche. Per le PP.SS. i proventi avrebbero dovuto in parte rifluire allo Stato, a titolo di rimborso dei fondi di rotazione erogati nel corso del tempo, ed in parte essere investiti nei settori prioritari.

Nel *Dpef 1992 - 1994* si prevedeva la dismissione delle partecipazioni nell'IMI e nel Crediop, e si accennava per gli anni successivi ad un'azione finalizzata al ridimensionamento del peso del settore pubblico sull'economia.

Il *Dpef 1993 - 1995* si riferiva molto in generale alla "dismissione di una parte dell'ingente patrimonio dello Stato", con una previsione complessiva di introiti per gli anni dal 1992 al 1995 (3,6 miliardi nel 1992, 7,7 nel 1993 e 1994 e 6,2 nel 1995).

Si deve sottolineare che in questi primi tre documenti presi in esame gli accenni alle dismissioni erano molto sintetici e le stime di introiti attesi potrebbero essere comprensive della dismissione del patrimonio immobiliare.

Il *Dpef 1994 - 1996* non conteneva alcun cenno alle privatizzazioni.

Nel *Dpef 1995 - 1997*, nel ribadire come il principale obiettivo del programma di privatizzazioni fosse il conseguimento di una maggior efficienza del sistema economico, si affermava che gli incassi da dismissioni di società di proprietà di IRI o ENI - quindi non direttamente possedute dallo Stato - sarebbero stati destinati alla riduzione dell'indebitamento di tali enti, come già accaduto per l'IRI nel caso della dismissione delle partecipazioni dell'Istituto nelle banche. Per il 1995 era attesa una diminuzione del debito pubblico per 5,1 miliardi di euro attraverso le dismissioni patrimoniali.

Il *Dpef 1996 - 1998* specificava nelle seguenti le finalità del programma di dismissioni: a) creazione di un maggior grado di concorrenza nel sistema industriale, b) conferimento di un maggior dinamismo agli assetti proprietari delle imprese, c) crescita della liquidità del mercato azionario, attraverso l'agevolazione del flusso del risparmio dalle famiglie alle imprese. Dalle dismissioni patrimoniali venivano attesi 5,1 miliardi di euro annui per il triennio, poi confermati dal successivo *Dpef* anche per il 1999.

Inoltre si evidenziava come il mercato finanziario sarebbe stato posto di fronte alla sfida di assorbire un imponente flusso di nuove emissioni azionarie, e si sottolineava la rilevanza del ruolo delle Fondazioni bancarie se fosse proseguita l'opera di dismissione delle partecipazioni bancarie da esse detenute.

Per l'IMI e l'INA veniva previsto che la vendita potesse procedere - oltre che con l'offerta pubblica - anche attraverso trattativa diretta finalizzata alla formazione di un azionariato stabile con soggetti italiani ed esteri.

Si sottolineava come la privatizzazione di società che gestiscono i servizi energetici, delle telecomunicazioni e dei trasporti comportasse complessi problemi concernenti sia l'assetto da dare alla proprietà di queste società, che il regime concorrenziale da garantire nello svolgimento delle relative attività economiche. In questo contesto, pertanto, la funzione svolta dalla *Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità* avrebbe assunto un rilievo fondamentale. La legge che disciplina tale materia, promulgata nel novembre 1995 e successivamente modificata dalla L. 249/1997 (*Autorità per le garanzie nelle comunicazioni*) stabilisce che: "...per la privatizzazione dei servizi di pubblica utilità, il Governo definisce i criteri per la privatizzazione di ciascuna impresa e le relative modalità di dismissione e li trasmette al Parlamento ai fini dell'espressione del parere da parte delle competenti Commissioni parlamentari".

Il *Dpef 1997 - 1999* sottolineava che i programmi di dismissioni avrebbero dovuto perseguire l'obiettivo di effettivamente allargare la base produttiva (anche con una quota delle cessioni patrimoniali dello Stato), obiettivo che, invece, risultava apertamente contraddetto dai comportamenti di aziende a controllo azionario dello Stato, che puntavano alla sola massimizzazione del profitto ai fini della collocazione sul mercato, sulla base di programmi che sottraevano risorse agli investimenti produttivi e all'innovazione.

Nel *Dpef 1998 - 2000* si evidenziava come l'attività di dismissione delle partecipazioni possedute dallo Stato, seguendo l'indirizzo deciso dal Parlamento di ridimensionare il ruolo dello Stato nell'economia, fosse un elemento importante della transizione verso un sistema più concorrenziale. Allo Stato, in un contesto incentrato sull'apertura dei mercati, sulla concorrenza e sulla deregolamentazione, spetta non più, come in passato, un ruolo di gestione dell'attività di impresa, bensì il compito di indirizzo e di controllo del rispetto delle regole di mercato soprattutto nei settori strategici, anche per evitare che l'azione delle autorità di regolamentazione di settore e l'uso dello strumento della concessione comporti l'insorgere di situazioni di monopolio.

Inoltre si auspicava che la privatizzazione delle fondazioni, attraverso la dismissione delle partecipazioni bancarie da esse detenute, introducesse ulteriori elementi di concorrenza e di efficienza nel mercato dei capitali e del credito. Le fondazioni, liberate dalle partecipazioni bancarie, avrebbero potuto in futuro concentrare le proprie risorse a fini di utilità sociale, consentendo in tal modo un più ampio e articolato soddisfacimento delle diversificate esigenze della società e un alleggerimento dell'onere a carico della finanza pubblica. Ciò che è poi effettivamente avvenuto evidenzia come le fondazioni, pur avendo rafforzato la loro capacità di operare per il conseguimento dei fini sociali che ne giustificano

l'esistenza e pur non avendo più una posizione di formale controllo sulle banche, hanno comunque conservato un'influenza sicuramente significativa nei maggiori gruppi bancari italiani. Con la conseguenza del permanere di un sostanziale dualismo di ruoli che la legge Ciampi del 1999 si proponeva di superare.<sup>49</sup>

In termini più specifici, nello stesso Dpef 1998-2000 si prevedevano operazioni su BNL, SEAT, ENI e STET da parte del Tesoro, e la cessione della partecipazione IRI in Autostrade.

Il *Dpef 1999 - 2001* sottolineava il ruolo centrale del programma di privatizzazioni per l'ingresso nell'Unione Economica e Monetaria, e ne prevedeva la continuazione per il rientro dal debito pubblico, prevedendo risparmi della relativa spesa per interessi pari a 2,4 miliardi di euro fino al 2004.

Per il 1998 si prevedeva per il Tesoro la cessione dell'intero pacchetto azionario detenuto in BNL (85% del capitale ordinario), di una quarta *tranche* detenuta in ENI - pur mantenendone il controllo - e la cessione di altre quote residue. Anche per il Gruppo IRI si prevedevano nel corso del 1998: la vendita di una quota in Alitalia, dismissioni nel Gruppo Finmeccanica, la cessione della partecipazione in Autostrade già prevista per il 1997.

Nel *Dpef 2000 - 2003* veniva prevista, compatibilmente con i tempi necessari a realizzare le necessarie operazioni di riassetto per la liberalizzazione del sistema elettrico, l'avvio della dismissione di una quota della partecipazione detenuta in ENEL. In questo scenario ENEL avrebbe dovuto assumere le funzioni di *holding*, controllando società operanti nei settori della generazione, della distribuzione, della vendita a clienti idonei, e mantenendo la proprietà della rete di trasmissione.

Tra l'altro veniva previsto anche l'avvio della privatizzazione del Mediocredito Centrale e la cessione di quote per altri istituti di credito.

Per il gruppo IRI si stabiliva un programma di cessione entro il 2000 delle partecipazioni possedute, con il parallelo monitoraggio dei processi di risanamento, di valorizzazione e di riposizionamento strategico delle aziende del Gruppo. In particolare si prevedeva: a) nel corso del 1999 la riduzione della partecipazione in Fincantieri e Tirrenia; b) nel biennio 1999 - 2000 la continuazione della dismissione di Aeroporti di Roma e Autostrade e l'avvio della privatizzazione per Alitalia e Finmeccanica.

Infine, si evidenziava come la costituzione nel 1998 dell'Ente Tabacchi Italiani (ETI) - realizzata scorporando dall'Azienda Autonoma dei Monopoli di Stato le attività relative al settore del tabacco, del sale e della relativa logistica - avesse rappresentato la prima fase del processo che avrebbe dovuto portare, entro il 2001, alla trasformazione dello stesso ETI in una o più S.p.A., in vista di una successiva privatizzazione.

Secondo il *Dpef 2001 - 2004*, ai ricavi delle privatizzazioni, stimati pari a 33,6 miliardi nel biennio 2000 - 2001, si sarebbero dovuti aggiungere i proventi derivanti dalla liquidazione dell'IRI (controllato al 100% dal Governo) che aveva proseguito nel corso del 1999 la propria azione di cessione delle aziende controllate, in vista della conclusione della propria attività, programmata per il 30 giugno del 2000.

---

<sup>49</sup> Legge 23 dicembre 1998 n. 461, contenente " Delega la Governo per il riordino della disciplina civile e fiscale degli enti conferenti, di cui all'art. 11, comma 1, del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356 e della disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria", e a seguire, il d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, nonché l'Atto di indirizzo del Ministro del Tesoro Amato del 5 agosto 1999. Si veda in proposito l'Appendice III.

Anche per il Gruppo ENI nel dicembre 1998 il processo di cessione di aziende non strettamente legate al *core business* della società si era sostanzialmente concluso, con un volume complessivo di cessioni, realizzate a partire dal luglio 1992, pari a circa 4,2 miliardi di euro ed un valore dei debiti finanziari trasferiti pari a circa 1,3 miliardi, con un effetto finanziario complessivo, quindi, pari a circa 5,5 miliardi di euro.

Va qui ricordato che nell'aprile del 2001 dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica veniva presentato il più volte richiamato *Libro bianco sulle privatizzazioni* che, oltre a presentare un bilancio, quantitativo e qualitativo, delle operazioni di privatizzazione fino ad allora realizzate, per il futuro indicava, nella Presentazione, l'obiettivo di "completare il processo di privatizzazione provvedendo alla cessione delle partecipazioni residue in ENI, ENEL, Alitalia, nonché programmare l'uscita dallo Stato di ogni altra partecipazione ed attività produttiva". Come si vedrà riferendo sui contenuti dei successivi Dpef, questo orientamento sarebbe stato successivamente corretto, con l'affermazione dell'esigenza di mantenere il controllo dei settori strategici, ed in particolare di quello dell'energia (e quindi di ENI ed ENEL).

Sempre nella *Presentazione* al Libro Bianco, il Ministro evidenziava che restava anche da completare l'opera ampia di liberalizzazione nei settori nei quali rigidità e posizioni monopolistiche ancora permangono, impedendo il pieno dispiegarsi dei positivi effetti dell'allargamento del mercato.

Con il *Dpef 2002 - 2006* si evidenziava che, parallelamente al processo di privatizzazioni, si intendeva intensificare l'azione di riassetto industriale, valorizzazione e controllo delle partecipazioni detenute, al fine di consentire guadagni di efficienza gestionale e finanziaria, e porre così le basi per successive operazioni di privatizzazione. In particolare, dalla dismissione di imprese di proprietà pubblica il Governo si attendeva proventi nel corso dell'intera XIV Legislatura per circa 62 miliardi, distribuiti secondo "un profilo decrescente".

Il *Dpef 2003 - 2006* prevedeva il riavvio del piano di dismissioni mediante cessione nel breve periodo di tutte le partecipazioni non strategiche, riduzione significativa della partecipazione pubblica nelle altre imprese e attenta opera di ristrutturazione nelle restanti, ai fini di una loro privatizzazione nel medio periodo. Il programma teneva conto delle partecipazioni detenute direttamente e indirettamente dal Ministero dell'economia, degli obiettivi contenuti nel Programma di stabilità per il 2001, delle condizioni dei mercati e delle situazioni specifiche delle singole società partecipate dal Ministero.

In particolare, il Ministero intendeva proseguire le operazioni di riassetto e valorizzazione delle partecipazioni residue, attraverso indirizzi di *corporate governance* e di strategia industriale, questi ultimi volti ad una maggiore focalizzazione delle aziende sul proprio *core business*. Una volta verificatesi le due condizioni - sviluppo dei mercati finanziari, anche con l'ingresso di nuovi soggetti e focalizzazione della *mission* delle imprese - il programma di privatizzazioni avrebbe dovuto proseguire nel medio periodo con la dismissione delle partecipazioni residue ancora detenute. Si ribadiva, altresì, che la privatizzazione richiedeva, particolarmente nel caso dei servizi di pubblica utilità, un'attenta considerazione dei problemi relativi alla tutela ed alla promozione della concorrenza. Pertanto il processo di apertura dei mercati avrebbe dovuto, come già avvenuto negli anni precedenti, accompagnarsi ad una incisiva riforma della regolamentazione volta a ridefinire il quadro istituzionale entro il quale tali servizi venivano offerti ai consumatori.

In termini più specifici, si prevedevano introiti per 20 miliardi dalla cessione di partecipazioni: a) in ENEL, TERNA, Gestore Rete di trasmissione Nazionale e

Alitalia, società per le quali la quota pubblica non sarebbe dovuta scendere al di sotto del 30%; b) in Telecom, Tirrenia, Fincantieri ed altre società, con la dismissione dell'intera quota di partecipazione detenuta dal Tesoro direttamente o indirettamente.

Per i periodi di programmazione *dal 2004 - 2007 al 2007 - 2011* non venivano individuati obiettivi specifici e puntuali. In termini generali, invece, con i *Dpef 2004 - 2007 e 2005 - 2008* si auspicava che il profilo di discesa del debito potesse essere assicurato anche da una ripresa delle privatizzazioni, accompagnata ad un vasto programma di valorizzazione e messa a frutto degli attivi, anche attraverso la loro cessione a soggetti esterni alla PA, programma da attuarsi nel pieno rispetto delle regole contabili previste dal SEC 95, in modo che le autorità comunitarie, Eurostat in primo luogo, potessero concordare con la classificazione adottata, tanto per la corretta attribuzione ai settori istituzionali dei diversi soggetti coinvolti nel processo, quanto per la contabilizzazione delle singole operazioni.

Nel *Dpef 2006 - 2009*, nel confermare che un contributo aggiuntivo alla riduzione del debito sarebbe stato costituito dai proventi da privatizzazioni del patrimonio pubblico, si affermava anche che tradizionalmente il patrimonio pubblico non è stato valorizzato e gestito secondo criteri di efficienza economica, essendo mancato, oltretutto, un sistema di rendicontazione puntuale e preciso del suo valore. Una prima elaborazione del Conto patrimoniale del settore pubblico ha permesso di conoscerne la dimensione (con una stima dell'attivo patrimoniale pubblico al 137% del PIL) e di disporre di uno strumento di pianificazione del processo di dismissioni.

Il *Dpef 2007 - 2011* rinnovava l'impegno al proseguimento della politica di privatizzazioni, senza peraltro indicarne un'esplicita quantificazione, in assenza di operazioni pianificate dagli esecutivi precedenti ed in attesa di una preventiva valutazione delle opzioni strategiche relative alla dismissione del patrimonio residuo dello Stato.

Nel *Dpef 2008 - 2011* si riteneva che, al verificarsi di determinate condizioni - superamento di eventuali vincoli normativi, attuazione di piani di ristrutturazione o riposizionamento industriale, definizione di un adeguato piano regolatorio - oltre alla "finalizzazione" della privatizzazione di Alitalia, si sarebbero potute realizzare una serie di operazioni aventi ad oggetto quote di partecipazioni detenute direttamente dal Tesoro, quali: Poste Italiane e IPZS.

Per le partecipazioni indirettamente detenute si prefigurava il collocamento in Borsa di una quota del capitale di Fincantieri, mantenendo tuttavia il controllo pubblico con una quota non inferiore al 51% del capitale, e la privatizzazione di Tirrenia, così come previsto dalla Finanziaria 2007<sup>50</sup>.

Nel *Dpef 2009 - 2013* si sottolineava che dal 2006 il processo di privatizzazione si è interrotto per una serie di cause. In primo luogo la quota di possesso del Tesoro è ormai prossima al 30% per le società quotate controllate direttamente dallo Stato (ENI, ENEL e Finmeccanica), per cui eventuali ulteriori cessioni di pacchetti azionari avrebbero potuto comportare la perdita del controllo in settori strategici, quali l'energia elettrica e il gas ed il militare/alta tecnologia. Inoltre il portafoglio dello Stato si caratterizzava, ormai, per il controllo di aziende che, per entità, tipologia del *business*, peculiarità normative o per problemi di natura economico/finanziaria, non risultavano tali da poter essere oggetto di privatizzazione, oppure di società con potenziale attrattiva per il mercato, ma tuttora oggetto di processi di ristrutturazione, o bisognevoli dell'individuazione di un quadro regolamentare certo prima del loro collocamento in un'orbita privata.

---

<sup>50</sup> Legge n. 296/2006, art. 1, c. 998 - 999.

Il Governo aveva comunque completato la privatizzazione di Alitalia (o meglio aveva venduto parte degli *asset* della società Alitalia), ed al verificarsi di determinate condizioni intendeva realizzare operazioni per Poste Italiane e IPZS. Inoltre si sarebbero potute verificare le condizioni per un intervento dei privati nella SACE. Infine, per le partecipazioni indirettamente detenute si prevedeva in tempi brevi il disimpegno da Fincantieri (collocando sul mercato una quota del capitale per consentire alla società di reperire risorse atte a fronteggiare i fabbisogni derivanti dall'attuazione di necessarie iniziative industriali per lo sviluppo dei cantieri) e Tirrenia.

Infine, nel Dpef 2010 – 2013, presentato nel luglio scorso, si evidenzia che in tema di privatizzazione delle società partecipate dal MEF persiste una fase di stasi e che dalla fine del 2008, in presenza di forti turbolenze nei mercati finanziari, la realizzazione di operazioni di collocamento o di cessione di partecipazioni rilevanti è resa ancora più complessa e problematica.

Per le partecipazioni con un potenziale di smobilizzo più immediato - società quotate in Borsa (ENEL, ENI e Finmeccanica) - si intende mantenere la quota di controllo, al fine di presidiare i settori strategici del Paese. In particolare per l'ENEL, si ricorda che la strategicità del mantenimento di una quota pubblica è stata ribadita anche in occasione della cessione da parte del Tesoro alla Cassa Depositi e Prestiti (CDP) dei diritti di opzione connessi all'aumento di capitale di 8 miliardi realizzato dalla Società, operazione che ha comportato un incasso per il MEF di circa 650 milioni. Della suddetta esigenza si terrà conto nella valutazione delle opzioni più adeguate per realizzare, entro luglio 2010, la cessione da parte di CDP dell'intera partecipazione detenuta in ENEL, in ottemperanza a quanto disposto dall'Autorità Garante per la concorrenza e il mercato.

Ribadendo quanto già affermato nel precedente *Dpef*, si evidenzia che nei prossimi anni, nonostante il contesto economico e finanziario sia attualmente non favorevole, potrebbero realizzarsi operazioni di privatizzazione di Poste Italiane S.p.a. e del capitale dell'Istituto Poligrafico dello Stato. Potranno, inoltre, considerarsi iniziative destinate all'apertura ai privati del capitale della Sace.

In ogni caso, viene nuovamente confermato l'obiettivo della privatizzazione a breve di Tirrenia, avviata con il DPCM del marzo scorso che ha disposto la totale cessione del capitale della Società e delle società regionali dalla stessa controllate. Infine, per Fincantieri, che a breve verrà ricapitalizzata dalla controllante Fintecna, si valuterà l'opportunità di procedere al collocamento in borsa di una quota del capitale, progetto già delineato nel precedente *Dpef*, ma che non ha trovato attuazione per le non favorevoli condizioni del mercato.

## 6.2. *Riscontro dell'attuazione delle operazioni previste nei Dpef*

Grazie alla puntuale ricostruzione operata dal Dipartimento del Tesoro su richiesta della Corte, è possibile raffrontare, anno per anno, le operazioni effettuate con quelle previste nei Dpef. I dati di raffronto sono contenuti nella Tabella 11<sup>51</sup>.

---

<sup>51</sup> A proposito di questi dati, va tenuto presente che, in alcuni casi, nel prospetto sono indicati obiettivi di cessione riferiti all'anno precedente a quello del periodo di riferimento del Dpef. Il Documento, infatti, viene presentato nel corso del secondo quadrimestre dell'anno precedente il periodo di riferimento, e può quindi considerare operazioni in corso o per le quali si prevede la conclusione entro la fine di quello stesso anno.

**Tabella 11 – Verifica della realizzazione degli obiettivi quantitativi o specifici di privatizzazione esplicitati nei Dpef (importi in euro)**

| <b>Dpef</b> | <b>Anno</b>                                     | <b>Obiettivi</b>   | <b>Attuazione</b>  |
|-------------|---|--|--|
| 1991-93     |   |  |  |
| 1992-94     | 1991  | dismissione partecipazioni in: <i>Imi e Crediop</i>  | <i>IMI 1</i>   |
| 1993-95     | 1992  | introiti attesi da dismissioni patrimoniali (1): 3,6 miliardi  |  |
|             | 1993  | introiti attesi da dismissioni patrimoniali (1): 7,7 miliardi  |  |
|             | 1994  | introiti attesi da dismissioni patrimoniali (1): 7,7 miliardi  | prov lordi da cessioni azionarie: 3.267 mln; netti 3.224 mln   |
|             | 1995  | introiti attesi da dismissioni patrimoniali (1): 6,2 miliardi  | prov lordi cessioni azionarie: 4.596 mln; netti 4.499 mln.   |
| 1994-96     |   |  |  |
| 1995-97     | 1995  | proseguire dismissioni IMI INA   | IMI 2 e INA 2  |
| 1996-98     | 1996  | dismissione partecipazioni in <i>ENI</i>   | <i>ENI 2</i>   |
| 1997-99     | 1996  | dismissione partecipazioni in <i>ENI</i>   | <i>ENI 2</i>   |
| 1998-00     |   | cessione 60% capitale ordinario <i>Banco di Napoli</i>   | cessione 60% <i>Banco di Napoli</i> 1997   |
|             |   | cessione pacchetto azionario del Tesoro nella <i>SEAT</i>  | cessione pacchetto azionario del Tesoro nella <i>SEAT</i> pari al 44,74% nel 1997  |
|             |   | collocamento ulteriore quota pacchetto azionario del Tesoro in <i>ENI</i>  | ENI 4 nel 1998   |
|             |   | cessione partecipazione IRI in <i>Autostrade</i>   | ceduto l'82,42% contro l'86,58% posseduto  |
|             |   | alienazione partecipazione in <i>STET</i>  | diverse quote minime cedute da IRI tra il 1993 ed il 1996  |
|             |   | gli art. 56 e 57 del D.Lgs. 415/1996 disponevano che il Consiglio di borsa e il Comitato di gestione dei mercati dei titoli di Stato presentassero, rispettivamente alla CONSOB e al Ministero del tesoro, un progetto concernente la costituzione di una o più società per azioni aventi per oggetto, rispettivamente, la gestione della borsa valori e la gestione del mercato dei titoli di Stato. Il DPEF prevedeva la cessione di tali società. | l'art. 214 del D.Lgs. n. 58/1998 ha abrogato gli art. 56 e 57 del D.Lgs. 415/1996  |
| 1999-01     | 1998  | risparmi di interessi sul debito pubblico: 619,7 milioni   | risparmio indotto interessi passivi sul debito: 194 nel 2000, 780 nel 2001, 345 nel 2002, 3.098 nel 2003, 1.171 nel 2004 |
|             | fino al 2004                                    | complessivamente: risparmi di interessi sul debito pubblico per 2,4 miliardi   |  |
|             |   | cessione pacchetto azionario in <i>BNL</i>   | cessione pacchetto azionario in <i>BNL</i> : 67,1% rispetto al 69,57% posseduto  |
|             | 1998 Tesoro                                     | cessione quote residue in: <i>Banco di Napoli, IMI, Ina, Telecom Italia</i>  |  |
|             |   | quarta tranche quota detenuta in <i>ENI</i> , ma mantenendo il Tesoro il controllo.  | <i>ENI 4</i> : 14,21 contro 51,16% posseduto   |
|             |   | cessione quota residua in <i>Aeroporti di Roma</i>   |  |
|             |   | vendita di una quota partecipazione detenuta in <i>Alitalia</i>  | ceduto il 18,38% contro l'85,05% posseduto   |
| 1998 Iri    | riorganizzazione gruppo <i>Finmeccanica</i>     |  |  |
|             | cessione partecipazione in <i>Autostrade</i>    |  |  |
|             | cessione società di linea <i>Gruppo Finmare</i> | cedute <i>Lloyd triestino</i> e <i>Italia di navigazione</i> tra il II° sem. 2008 e il I° sem. 2009  |  |

| Dpef     | Anno  | Obiettivi  | Attuazione   |
|----------|---|--|--|
| 2000-03  | 1999<br>Tesoro  | dismissione di una quota partecipazione in <i>Enel</i>   | dismissione del 31,74% partecipazione in <i>Enel</i>   |
|          |   | cessione quote residue in: <i>Telecom Italia, INA, Unim, Banco di Napoli, San Paolo-Imi</i>  | dismissione dello 0,94% partecipazione in <i>Unim</i>  |
|          |   | avvio privatizzazione <i>Mediocredito centrale</i>   | privatizzazione <i>Mediocredito centrale</i> 100%  |
|          |   | cessione quote in: <i>Credito Industriale Sardo, Meliorbanca</i>   | cessione quote in: <i>Credito Industriale Sardo</i> (53,23%), <i>Meliorbanca</i> (7,21%)   |
|          | entro '01   | trasformazione <i>ETI</i> in S.p.a. per successiva privatizzazione   | trasformazione in S.p.a. nel luglio 2000   |
|          | 1999-<br>2000 Iri   | continuazione privatizzazione: <i>Aeroporti di Roma, Autostrade</i>  | <i>Aeroporti di Roma</i> ceduto il 3% contro il 54,2% posseduto; <i>Autostrade</i> : ceduto l'82,43% a fronte dell'86,58% posseduto.   |
|          |   | avvio privatizzazione: <i>Alitalia, Finmeccanica</i>   | <i>Finmeccanica</i> : ceduto il 50,55% a fronte dell'83% posseduto.  |
| 1999 Iri | riduzione presenza nel capitale sociale: <i>Fincantieri, Tirrenia</i> | <i>Tirrenia</i> : ceduto il 15% del 100% posseduto <i>Fincantieri</i> : ingresso nella compagine azionaria di soci finanziari con una quota del 17%  |  |
| 2001-04  | 2000-01   | proventi per 33,6 miliardi a conclusione programma privatizzazioni: dividendo relativo all'utile '99 <i>IRI</i> (3,5 miliardi) all'azionista Tesoro, introiti relativi cessione quote residue detenute in <i>Telecom Italia, Banco di Napoli, INA, BNL, San Paolo-IMI</i> . Eventuale cessione di ulteriore tranche <i>ENEL</i> liquidazione <i>Iri</i>                                    | proventi lordi da <i>Banco di Napoli, San Paolo IMI, BNL</i> per 651 mln. L'IRI ha distribuito dividendi per 3,5 mld e acconti di liquidazione per 4,1 mld<br><br>Nel 2002 fusione in <i>Fintecna</i>  |
| 2002-06  |   | introiti complessivi nel corso della XIV Legislatura (2001-06): 62 miliardi, distribuiti temporalmente con un profilo decrescente  | introiti 2001-2006 pari a 32,8 mld   |
| 2003-06  |   | proventi per 20 miliardi dalla cessione delle seguenti partecipazioni: <i>ENEL</i> (cessione di una quota del 37,58% del capitale sociale), <i>Terna, Gestore Rete di Trasmissione Nazionale, Alitalia</i> (per queste riduzione quota di partecipazione non inferiore al 30%), <i>Telecom Italia, Seat, ETI, Mediocredito Friuli Venezia Giulia, Coopercredito, Tirrenia, Fincantieri</i> | Introiti complessivi 17.760 mln, dei quali 13.910 da <i>ENEL2-3-4</i> , 13 mln dalla cessione dei diritti di opzione in occasione dell'aumento di capitale di <i>Alitalia</i> con riduzione della quota di partecipazione al 49,9%, 3.837 mln da <i>Telecom Italia, Telecom Italia Media</i> (già <i>Seat</i> ), <i>ETI, Mediocredito Friuli Venezia Giulia, Coopercredito</i> . |
| 2004-07  |   |  |  |
| 2005-08  |   |  |  |
| 2006-09  |   |  |  |
| 2007-11  |   |  |  |
| 2008-11  | Tesoro  | privatizzazione <i>Alitalia</i>  |  |
|          | Fintecna  | valutazione della cessione quote partecipazioni Tesoro in: <i>Poste Italiane, IPZS</i><br>collocamento in Borsa quota del capitale <i>Fincantieri</i> (comunque controllo pubblico non inferiore al 51%)<br>privatizzazione <i>Tirrenia</i>  |  |
| 2009-13  | Tesoro  | completamento privatizzazione <i>Alitalia</i>  |  |
|          | Fintecna  | valutazione della cessione quote partecipazioni Tesoro in: <i>Poste Italiane, IPZS</i><br>valutazione possibile intervento privati nella <i>Sace</i><br>disimpegno in: <i>Fincantieri, Tirrenia</i>  |  |

(1) Le dismissioni patrimoniali oltre alle cessioni di partecipazioni comprendono anche la vendita di immobili e di altri beni facenti parte del patrimonio dello Stato.

Fonte: MEF - Dipartimento del tesoro.

Come si può vedere dal prospetto, le specifiche operazioni di cessione previste sono state in generale realizzate. Per contro, va piuttosto ribadito che, come prima ricordato, alcune delle operazioni effettivamente realizzate, ed in particolare quelle del 2003 relative alla cessione di quote di ENEL, ENI e Poste Italiane alla CDP, nonché la cessione del 30% della stessa CDP ad un consorzio di Fondazioni bancarie, non erano state previste nei Dpef. Così come non era stata programmata l'operazione di cessione nel 1997 della prima tranche del capitale di Telecom (28%), che avrebbe fruttato proventi pari a 11,8 miliardi di euro.

La spiegazione a tal proposito fornita dall'Amministrazione è che i Documenti di Programmazione Economica e Finanziaria che negli anni hanno individuato le operazioni di privatizzazione auspicabili, sono stati ovviamente l'espressione dei Governi di volta in volta chiamati alla redazione dei documenti; le strutture amministrative, di conseguenza, hanno lavorato per porre in essere tutte le attività volte al raggiungimento dei fini prefissati, in linea con i propri compiti istituzionali. Nei casi in cui alcune operazioni poste in essere non fossero state specificatamente individuate nei rispettivi DPEF, non significa che dette operazioni siano state compiute in autonomia dal Tesoro, bensì derivavano per forza di cose da espressi intendimenti dei Governi del momento. In sintesi, l'inserimento di una particolare operazione in un DPEF non è di per sé condizione essenziale per poterla realizzare, né il suo mancato inserimento può attribuire all'operazione un carattere di "estemporaneità" o di scarsa trasparenza.

Queste considerazioni, del tutto condivisibili, confermano quanto evidenziato dall'analisi della Corte in ordine alla non esaustività del monitoraggio dei programmi di privatizzazione affidato al semplice esame dei documenti di programmazione economico-finanziaria.

Oltre che sulle difficoltà, sui ritardi e sui risultati in perdita con cui è avvenuta la privatizzazione di Alitalia, va richiamata l'attenzione sulle difficoltà del processo di privatizzazione di Tirrenia e Fincantieri, di cui pure si continua a riaffermare la volontà di portarlo a termine. A tal proposito, va ricordato che, unitamente ad Alitalia, Tirrenia e Fincantieri sono le sole operazioni di privatizzazione effettuate dall'IRI S.p.A. che non hanno a suo tempo comportato la perdita del controllo delle società poste in vendita. In altri termini, si tratta di società che non sono mai state contendibili sul mercato.

Un bilancio delle operazioni realizzate e dei risultati conseguiti nel periodo che va dal 1992 al primo trimestre 2001 è contenuto, come si è detto, nel *Libro Bianco sulle privatizzazioni* dell'aprile 2001, calcolando incassi lordi pari a 19,2 miliardi di euro, per gli anni dal 1992 al 1995, ed a 82,46 per gli anni dal 1996 al 2001, più o meno corrispondenti alla fase che si è definito di "accelerazione": nel 1997 e nel 1999 il peso delle privatizzazioni sul PIL ha superato il 2%, nel 1998 ha superato l'1% ed è stato di poco al di sotto dell'1% nel 1996 e nel 2000 (Tabella 12).

**Tabella 12 - Peso delle privatizzazioni sul PIL (1)**

| <b>Anno</b> | <b>Tesoro</b> | <b>Gruppo IRI (2)</b> | <b>Totale</b> | <b>% PIL</b> |
|-------------|---------------|-----------------------|---------------|--------------|
| 1992        |               | 396                   | 396           | 0,04%        |
| 1993        |               | 2.000                 | 2.000         | 0,24%        |
| 1994        | 3.267         | 3.472                 | 6.739         | 0,78%        |
| 1995        | 4.596         | 3.085                 | 7.681         | 0,92%        |
| 1996        | 7.010         | 1.835                 | 8.845         | 0,91%        |
| 1997        | 19.685        | 1.445                 | 21.130        | 2,05%        |
| 1.998       | 10.175        | 2.147                 | 12.322        | 1,16%        |
| 1999        | 18.609        | 5.723                 | 24.332        | 2,21%        |
| 2000        | 585           | 10.268                | 10.853        | 0,94%        |
| 2001 (3)    | 2.721         | 508                   | 3.229         | 0,27%        |

(1) Dati in milioni di euro; PIL calcolato a prezzi correnti (*Fonte Eurostat*).

(2) Non si considera l'indebitamento trasferito.

(3) Dato al 31 marzo 2001

*Fonte: Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, Libro bianco sulle privatizzazioni, Aprile 2001.*

## **7. Monitoraggio delle operazioni di privatizzazione attraverso le Relazioni al Parlamento**

### *7.1. Ricavi ed oneri delle operazioni di privatizzazione risultanti dalle Relazioni al Parlamento*

La verifica delle operazioni di privatizzazione effettivamente attuate è possibile grazie agli elementi forniti nelle Relazioni al Parlamento, i cui contenuti sono stati schematicamente riassunti nel successivo paragrafo 7.3 di questo capitolo. L'art 13, c. 6 della legge 474 del 30 luglio 1994<sup>52</sup> ha infatti previsto che l'allora Ministro del Tesoro (ed ora Ministro dell'economia e delle finanze) trasmetta al Parlamento una relazione semestrale sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, effettuate nel semestre precedente, nella quale devono essere espressamente indicati per ogni singola cessione:

- a) i proventi lordi;
- b) le forme e le modalità ammesse per il pagamento del corrispettivo dell'alienazione;
- c) i compensi per gli incarichi di consulenza e di valutazione per i quali la legge stessa (articolo 1, c. 5) prevede che, ai fini della predisposizione ed esecuzione delle operazioni di alienazione delle azioni delle società partecipate, il Ministero, per quanto concerne le proprie partecipazioni, e gli altri enti pubblici, per le loro, possa affidare 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;
- d) le quote dei proventi lordi destinate alla copertura degli oneri e dei compensi connessi alle operazioni di collocamento e di cessione.

Le Relazioni trasmesse al Parlamento riferiscono separatamente sulle operazioni effettuate dal Tesoro, e su quelle gestite da società controllate indirettamente dal Tesoro:

- Gruppo IRI, cessioni effettuate sia da IRI che dalle *holding* settoriali, in pratica dalle società finanziarie del gruppo (cd privatizzazioni di secondo livello). Nel dicembre 2002 la Fintecna è subentrata all'IRI;
- Gruppo ENI, dismissioni effettuate dall'ENI e da ciascuna società caposettore<sup>53</sup>. L'ENI ha esaurito nel giugno 1998 il processo di privatizzazioni avviato nel 1992.

Dall'esame delle Relazioni al Parlamento emergono una serie di osservazioni:

- non risulta del tutto rispettata, nel corso degli anni, la cadenza semestrale dei documenti trasmessi al Parlamento. Peraltro secondo il Tesoro "...sulla base delle informazioni in possesso dell'Ufficio Studi della Camera dei Deputati non risulta che le Relazioni al Parlamento sulle

---

<sup>52</sup> Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, recante *Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni*.

<sup>53</sup> Agip petroli, ENI, Enichem, Enirisorse, Parsec, Saipem, Snam, Snam progetti, Altre società.

privatizzazioni abbiano avuto alcun seguito in termini di dibattiti in Aula e in Commissione, audizioni, indagini conoscitive, ecc.”<sup>54</sup>;

- le informazioni fornite per le cessioni direttamente effettuate dal Tesoro risultano maggiormente dettagliate. Va, peraltro, evidenziato che si tratta delle operazioni più importanti, e che, comunque, presentavano un interesse maggiore dovuto all’effetto diretto sul bilancio dello Stato;
- in particolare, rispetto agli specifici elementi conoscitivi che avrebbero dovuto essere esplicitati secondo la legge 474/1994, va sottolineata la carenza delle informazioni sulle forme e sulle modalità ammesse per il pagamento del corrispettivo dell’alienazione, mentre i dati per le spese relative ai compensi ed agli incarichi di consulenza ed alle operazioni di collocamento risultano carenti soprattutto per le cessioni di II livello effettuate dalle società finanziarie del Gruppo IRI e dalle società caposettore del Gruppo ENI.

Per compiutamente ricostruire quanto avvenuto ai fini di una più puntuale valutazione della gestione dell’intero processo di privatizzazione, sarebbe stato utile disporre di più precisi ed esaurienti elementi informativi relativamente a:

- i criteri seguiti per l’individuazione degli *asset* da dismettere e per la determinazione del loro valore di cessione. In particolare, sul secondo punto la Corte aveva richiesto l’indicazione, per ciascuna società interessata dalla cessione, del valore della partecipazione azionaria pubblica all’atto dell’operazione, valore da porre a confronto con il provento lordo;
- i riflessi sul conto del patrimonio;
- i risultati attesi, a fronte di quelli consuntivati, per ciascuna delle operazioni effettuate (in termini sia finanziari, sia di impatto sulla concorrenza e sui prezzi, sulla redditività e sulla crescita dei soggetti privatizzati, ecc.).

Va peraltro evidenziato che i dati contenuti nel riepilogo contenuto nella Tab. 13 rappresentano il risultato di una serie di correzioni e di precisazioni sui dati resi noti attraverso le relazioni al Parlamento operate dal Dipartimento del Tesoro, sia nel corso dell’istruttoria, sia a seguito del contraddittorio svoltosi in occasione dell’Adunanza della Sezione nella quale il referto è stato esaminato ed approvato. I dati della Tab. 13 e delle tabelle di dettaglio che seguono costituiscono il quadro consolidato e definitivo degli effetti finanziari del processo di privatizzazione “certificati” dal Dipartimento del Tesoro. Salvo diversa indicazione, è a tali dati che si fa riferimento nel testo del presente referto.

Nel prosieguo del paragrafo si darà tuttavia conto delle incongruenze e dei disallineamenti emersi nel corso dell’istruttoria nonché delle precisazioni e dei correttivi che sono stati via via apportati dall’Amministrazione alla base informativa di partenza.

L’intero processo di privatizzazioni ha interessato operazioni riconducibili a tre tipologie: a) cessioni dirette da parte del Tesoro tra il 1994 ed il 2008; b) cessioni delle Capogruppo IRI S.p.A. (1993 – 2001), Fintecna S.p.A. (2002 – 2008) ed Eni S.p.A. (1993 – 1998); c) cessioni di 2° livello effettuate dalle società dei tre Gruppi IRI, Fintecna ed Eni. In proposito il Dipartimento del tesoro ha specificato che:

---

<sup>54</sup> L’affermazione suscita non pochi interrogativi, posto che la V Commissione (Bilancio) della Camera dei deputati dal 25 marzo 2004 al 7 aprile 2005 ha svolto un’indagine conoscitiva sulle politiche di privatizzazione, dedicandovi ben 17 sedute, con l’audizione di numerosi protagonisti - dalla Confindustria agli amministratori delegati di Poste Italiane e Finmeccanica ed ai Presidenti delle Autorità Indipendenti (Antitrust, Energia elettrica e gas, Consob).

- l'obbligo per il MEF di rendicontare sulle privatizzazioni nasce con la L. 474/94. Peraltro, l'Amministrazione non ha effettuato alcuna operazione prima del 1994;
- Per IRI ed ENI sono stati forniti anche dati relativi al 1993, in quanto si considera punto di partenza del programma di privatizzazioni italiane la Delibera CIPE del 30 dicembre 1992.

Per quanto riguarda le operazioni di dismissioni di società di proprietà di IRI/Fintecna o ENI, quindi di partecipazioni non direttamente possedute dallo Stato, i proventi sono stati destinati alla riduzione dell'indebitamento di tali enti al netto dell'indebitamento finanziario trasferito all'acquirente (non per le cessioni di quote di minoranza) e deconsolidato con riferimento alla data di sottoscrizione del contratto di cessione.

A tal proposito il Dipartimento del Tesoro ha chiarito che:

- la voce *indebitamento finanziario netto trasferito* è peculiare delle operazioni effettuate dagli ex Enti di Gestione (tenuti a redigere un bilancio consolidato, rispetto al quale ha senso "deconsolidare" il debito relativo alle cessioni effettuate) e non trova riscontro o corrispondenza nei dati relativi alle operazioni condotte dal Tesoro. Analoga osservazione vale per la voce *risorse reperite*, somma dell'indebitamento finanziario trasferito e del *controvalore cessioni*;
- il *controvalore cessioni* nelle tabelle relative agli ex Enti di Gestione può essere assimilato, in sostanza (pur non potendo esservi una perfetta coincidenza tra classi di valori riferiti alle operazioni condotte dal Tesoro, secondo norme specifiche ed in regime di contabilità finanziaria - anche se in deroga parziale a quella "pubblicistica" ordinaria - e quelle riferite alle privatizzazioni di IRI, ENI, Fintecna) al *provento lordo della cessione* indicato per le cessioni del Tesoro. Da tale controvalore deve essere sottratto il valore degli *oneri/spese cessione* per ottenere il controvalore o provento netto. Deve essere, invece, aggiunto l'importo dell'indebitamento eventualmente trasferito, per ottenere, così, le *risorse reperite totali*.

Complessivamente le operazioni hanno comportato proventi lordi per 134 miliardi di euro, oneri e spese per 2,2 miliardi e corrispondenti proventi netti pari a 131,8 miliardi, nonché risorse reperite totali, comprensive dell'indebitamento finanziario trasferito (14 miliardi) per 148 miliardi (Tabella 13).

In particolare:

1. i complessivi 134 miliardi dei proventi lordi sono dovuti: per 119,9 miliardi alle privatizzazioni direttamente effettuate dal MEF (96,2 miliardi) e dalle Capogruppo: IRI S.p.A. (21,7 miliardi), Fintecna S.p.A. (908,14 milioni) ed Eni S.p.A. (1,1 miliardi). Per ulteriori 14,1 miliardi a carico delle operazioni di 2° livello delle società facenti capo alle tre Capogruppo: 9,3 miliardi per le società del Gruppo IRI, 653 milioni a carico di quelle del Gruppo Fintecna e 4,2 miliardi per quelle del Gruppo Eni;
2. con specifico riferimento ai proventi lordi della Capogruppo Fintecna S.p.A., si deve sottolineare che circa il 94% dei proventi lordi è riferibile alla cessione di immobili e cespiti;
3. la voce oneri/spese è ammontata a complessivi 2,2 miliardi con un'incidenza dell'1,64% sui proventi lordi, che si riduce all'1,49% se si rapporta alle risorse reperite totali.

**Tabella 13 - Riepilogo processo privatizzazioni (in milioni di euro)**

| Amministrazione/<br>Società   | Periodo        | Provento<br>lordo | Oneri/spese     |                           |                           | Provento<br>netto | Indebitamento<br>finanziario trasferito |                           | Risorse<br>reperite<br>totali |
|---|----------------|-------------------|-----------------|---------------------------|---------------------------|-------------------|---|---------------------------|-------------------------------|
|   |                | importo           | importo         | % su<br>provento<br>lordo | % su<br>risorse<br>totali |                   | importo                                 | % su<br>provento<br>lordo |                               |
| <b>MEF</b>  | 1994 -<br>2008 | 96.251,14         | 1.749,34        | 1,82                      | 1,69                      | 94.501,19         | 7.319,00<br>(*)                         | 7,6                       | 103.570,14                    |
| <b>IRI S.p.a.</b>   | 1993 -<br>2001 | 21.664,39         | 349,84          | 1,61                      | 1,38                      | 21.314,55         | 3.770,13                                | 17,4                      | 25.434,52                     |
| <b>Fintecna S.p.a.</b>  | 2002 -<br>2008 | 908,14            | 4,31            | 0,47                      | 0,47                      | 903,83            |   |                           | 908,14                        |
| <i>Di cui: cessione di rami di azienda,<br/>quote minoritarie ed immobili e cespiti</i> | 2002 -<br>2008 | 862,18            | 3,34            | 0,39                      | 0,39                      | 858,85            | 0,00                                    |                           | 862,18                        |
| <b>ENI S.p.a</b>  | 1993 -<br>1998 | 1.103,50          | 2,94            | 0,27                      | 0,27                      | 1.100,56          |   |                           | 1.103,50                      |
| <b>Totale A (MEF e Società Capogruppo)</b>  |                | <b>119.927,17</b> | <b>2.106,48</b> | <b>1,76</b>               | <b>1,61</b>               | <b>117.820,13</b> | <b>11.089,13</b>                        | <b>9,2</b>                | <b>131.016,30</b>             |
| <b>Altre Gruppo IRI</b> Società (2° livello)  | 1992 -<br>2002 | 9.279,40          | 55,30           | 0,60                      | 0,51                      | 9.224,10          | 1.638,70                                | 17,7                      | 10.918,10                     |
| <b>Altre Gruppo Fintecna</b> Società (2° livello)                                       | 2002 -<br>2008 | 653,19            | 3,12            | 0,48                      | 0,48                      | 650,07            |   |                           | 653,19                        |
| <b>Altre Gruppo ENI</b> Società (2° livello)  | 1992 -<br>1998 | 4.186,71          | 34,81           | 0,83                      | 0,63                      | 4.151,90          | 1.304,98                                | 31,2                      | 5.491,69                      |
| <b>Totale B Gruppi: IRI, Fintecna, ENI</b>  |                | <b>14.119,30</b>  | <b>93,23</b>    | <b>0,66</b>               | <b>0,55</b>               | <b>14.026,07</b>  | <b>2.943,68</b>                         | <b>20,8</b>               | <b>17.062,98</b>              |
| <b>TOTALE GENERALE (A+B)</b>  |                | <b>134.046,47</b> | <b>2.199,71</b> | <b>1,64</b>               | <b>1,49</b>               | <b>131.846,76</b> | <b>14.032,81</b>                        | <b>10,5</b>               | <b>148.079,28</b>             |

(\*) Riferito alla cessione Telecom effettuata per conto di IRI che riportava in consolidato il debito Telecom.

Fonte: MEF - Dipartimento del tesoro, e Bozza Relazione al Parlamento settembre 2009.

### Le operazioni svolte direttamente dal Tesoro

Le operazioni svolte direttamente dal Tesoro tra il 2004 ed il 2008 sono state 48 ed hanno fruttato proventi lordi per complessivi 96,25 miliardi.

Inoltre si riscontra un importo di 7,3 miliardi di indebitamento finanziario trasferito, voce specifica per gli ex enti di gestione ma non per il MEF, che non consolida le partecipate. La spiegazione è da far risalire agli accordi tra l'IRI ed il Ministero per la cessione della quota di controllo di Telecom da parte del MEF avvenuta nel 1997, per conto dell'IRI. La lunga fase di preparazione della privatizzazione della finanziaria di settore Stet, nei passaggi più rilevanti ha riguardato, tra l'altro, la creazione del gestore unico (fusione in Telecom Italia delle sei concessionarie del servizio telefonico appartenenti al Gruppo Stet), la creazione di Telecom Italia Mobile (gestore del servizio di telefonia mobile), l'individuazione e la nomina dei consulenti per la privatizzazione e la definizione con DPCM delle modalità di cessione. Al termine di tale fase, l'IRI si è trovato ad affrontare rilevanti problematiche relative a criticità finanziarie, risolte attraverso un acconto che il Tesoro ha riconosciuto immediatamente all'IRI per il trasferimento allo stesso Tesoro della partecipazione in Stet. Ciò avvenne in quanto il Governo, in accordo con la UE, emanò un DPCM che disponeva il trasferimento delle azioni Stet dall'IRI al Tesoro, dietro corresponsione di un cospicuo acconto che, in seguito alla cessione effettiva, sarebbe stato oggetto di conguaglio, con riferimento agli incassi realizzati<sup>55</sup>.

I proventi netti sono stati destinati al capitolo di entrata del bilancio dello Stato n. 4055<sup>56</sup> (Tabella 14) per essere devoluti al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. Come stabilito dall'art. 4 della legge istitutiva 27 ottobre 1993, n. 432, le somme accreditate sul Fondo possono essere impiegate per il riacquisto di titoli di Stato sul mercato, per il rimborso di titoli in scadenza, nonché per l'acquisto di partecipazioni azionarie possedute da società delle quali il Tesoro sia unico azionista, ai fini della loro dismissione. Tuttavia, una quota relativamente marginale dei proventi netti, come risulta dalla stessa Tabella 14, è stata via via versata al capitolo di entrata n. 4056<sup>57</sup>, per il pagamento degli oneri connessi al complesso delle operazioni di privatizzazione e non coperti dalle quote dei proventi lordi già direttamente destinate alla copertura degli oneri e dei compensi connessi alle operazioni di collocamento e di cessione. Si tratta di una sorta di "fondo cassa" per spese impreviste, per esempio a copertura del pagamento di fatture di consulenti rimaste in sospeso alla chiusura di una qualsiasi delle operazioni svoltesi. Le somme non utilizzate del capitolo vengono, successivamente, trasferite al predetto capitolo 4055, relativo al fondo ammortamento dei titoli di Stato.

Le somme transitate in bilancio sono trasferite al conto numero 522, detenuto presso la Banca d'Italia e intestato al Fondo ammortamento dei titoli di Stato, per mezzo di decreti di variazione dai capitoli di entrata<sup>58</sup> a quello di spesa, sottoposti alla registrazione della Corte dei Conti, e di successivi mandati di pagamento tramite il capitolo di spesa 9565, di pertinenza del Cdr - Tesoro - (unità previsionale di base 3.3.1.8. - Ammortamento titoli di Stato) del Ministero dell'economia e delle finanze. Sul conto intestato al Fondo il 1° gennaio ed il 1°

<sup>55</sup> Prima della cessione il Tesoro ha effettuato altre operazioni societarie: la scissione di Stet con l'enucleazione di Seat Pagine Gialle e la fusione per incorporazione di Telecom Italia in Stet con cambio di denominazione sociale di Stet in Telecom Italia.

<sup>56</sup> Cap 4055: *Versamenti relativi al controvalore dei titoli di Stato, ai proventi relativi alla vendita di partecipazioni dello Stato, nonché ad entrate straordinarie dello Stato nei limiti stabiliti dalla legge, da destinare al fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.*

<sup>57</sup> Cap 4056 (dal 1994): *Quote dei proventi relativi alle operazioni di cessione dei cespiti da dismettere destinate alla copertura degli oneri connessi alle operazioni medesime.*

<sup>58</sup> 4055 - dismissioni patrimoniali. Va ricordato che al Fondo ammortamento titoli affluiscono anche gli importi versati sul cap. 3330 - versamenti per donazioni ed eventuali assegnazioni da parte del Tesoro.

luglio di ogni anno sono accreditati anche gli interessi maturati sulle giacenze rilevate dalla Banca d'Italia nel semestre appena concluso.

**Tabella 14 - Capitoli 4055 e 4056: versamenti totali**  
(in milioni di euro)

| <b>Anno</b>   | <b>cap 4055(*)</b> | <b>cap 4056 (**)</b> |
|---------------|--------------------|----------------------|
| 1994          | 3.058,00           | 165,23               |
| 1995          | 4.314,00           | 186,25               |
| 1996          | 4.765,00           | 77,47                |
| 1997          | 17.910,00          | 6,20                 |
| 1998          | 11.600,00          | 0,00                 |
| 1999          | 19.159,06          | 25,82                |
| 2000          | 5.357,10           | 0,01                 |
| 2001          | 4.329,46           | 25,82                |
| 2002          | 1.655,39           | 1,90                 |
| 2003          | 16.581,60          | 8,74                 |
| 2004          | 7.516,94           | 18,48                |
| 2005          | 4.044,48           | 28,62                |
| 2006          | 38,49              | 0,00                 |
| 2007          | 3.500,01           | 0,04                 |
| 2008          | 18,72              | 0,03                 |
| <b>Totale</b> | <b>103.848,25</b>  | <b>544,53</b>        |

(\*) Cap. 4055: Versamenti relativi al controvalore dei titoli di Stato, ai proventi relativi alla vendita di partecipazioni dello Stato, nonché ad entrate straordinarie dello Stato nei limiti stabiliti dalla legge, da destinare al fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

(\*\*) Cap. 4056: Quote dei proventi relativi alle operazioni di cessione dei cespiti da dismettere destinate alla copertura degli oneri connessi alle operazioni medesime.

Fonte: *Si Rgs Cdc*

Il dettaglio dei movimenti avvenuti sul capitolo 4056 è fornito nella Tabella 15 che segue, i cui importi sono espressi in euro. Come già accennato, alla chiusura di ciascun esercizio finanziario, l'eventuale saldo residuo del capitolo 4056, al netto delle somme accantonate (impegnate) per il pagamento di oneri già sostenuti, ma da liquidarsi in esercizi successivi in relazione alle clausole contrattuali, è riversato al capitolo 4055, confluendo al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Delle risorse complessivamente versate al capitolo 4056 dal 1994 al 2008, pari a 544,5 milioni, una quota di circa 193 milioni è stata utilizzata per il pagamento di oneri relativi ad operazioni di privatizzazione già concluse; circa 6 milioni sono stati utilizzati per il pagamento di spese relative ad operazioni propedeutiche ai processi di privatizzazione che non hanno generato proventi. La maggior parte dei fondi affluiti al capitolo - circa 337 milioni, pari al 62% - è stata riversata al capitolo 4055, finalizzato alla riduzione del debito pubblico (di cui 16 milioni in attesa di essere versati, al 31 dicembre 2008). Importi residuali, per un totale di circa 8 milioni, sono confluiti, per decorrenza dei termini previsti dalle norme di contabilità, nelle economie di bilancio, con analogo effetto, seppure indiretto, sul debito pubblico.

**Tabella 15 - Sintesi dei movimenti avvenuti sul capitolo 4056 (importi in euro)**

| Operazioni                        | Entrate                   |   | USCITE  |              |                             |
|-----------------------------------|---------------------------|---|---|--------------|-----------------------------|
|                                   | Afflussi al capitolo 4056 | Pagamenti per operazioni che hanno generato incassi (1) | Pagamenti per operazioni che non hanno generato incassi | Altro        | Versamenti al capitolo 4055 |
| 1994 IMI I                        | 61.974.827,89             |   |   |              |                             |
| 1994 INA I                        | 103.291.379,82            |   |   |              |                             |
| 1994 su st. 1994                  |                           | 94.494.647,03   |   |              |                             |
| pagam. 1995                       |                           | 7.277.057,31  | 873.821,88  |              |                             |
| su st. 1994                       |                           |   |   |              |                             |
| pagam. 1996-1999                  |                           | 1.548.787,32  | 1.149.129,58  |              |                             |
| 1996                              |                           |   |   |              | 58.588.564,98               |
| 1997                              |                           |   |   |              | 1.334.199,61                |
| 1996 ENI I                        | 186.247.682,40            |   |   |              |                             |
| 1996                              |                           |   |   |              | 108.779.147,53              |
| 1996                              |                           | 15.550.787,69   | 40.276,74   |              |                             |
| 1998 su st. 1996                  |                           |   |   |              | 54.905.229,99               |
| pagam. 1997-1999                  |                           | 4.262.478,31  | 400.016,00  |              |                             |
| 1998                              |                           |   |   |              | 2.309.746,13                |
| 1997 ENI II                       | 77.468.534,86             |   |   |              |                             |
| 1997 su st. 1997                  |                           | 2.524.141,15  |   |              |                             |
| pagam. 1998-2000                  |                           | 17.880.458,29   | 1.878.866,42  |              |                             |
| in economia per trascorsi termini |                           |   |   | 8.207.957,36 |                             |
| 2002                              |                           |   |   |              | 46.977.111,64               |
| 1998 Seat                         | 6.197.482,79              |   |   |              |                             |
| 1998 su st. 1998                  |                           | 1.274.529,27  | 134.489,66  |              |                             |
| pagam. 1999-2000                  |                           | 2.858.982,35  |   |              |                             |
| 2006                              |                           |   |   |              | 1.929.481,52                |
| 1999 Enel I                       | 25.822.844,95             |   |   |              |                             |
| su st. 1999                       |                           |   |   |              |                             |
| pagam. 2000-2003                  |                           | 7.198.809,36  |   |              |                             |
| 2006                              |                           |   |   |              | 18.624.035,58               |
| 2001 San Paolo IMI                | 25.822.844,95             |   |   |              |                             |
| 2001 su st. 2001                  |                           | 5.788.051,93  |   |              |                             |
| pagam. 2002-2004                  |                           | 2.513.409,68  | 11.725,51   |              |                             |
| 2006                              |                           |   |   |              | 17.509.657,83               |
| 2003 Telecom 2                    | 1.900.000,00              |   |   |              |                             |
| 2003 Med. FVG                     | 1.500.000,00              |   |   |              |                             |
| 2003 su st. 2003                  |                           | 137.728,40  | 1.458.796,11  |              |                             |
| pagam. 2004-2005                  |                           | 1.059.489,93  |   |              |                             |
| 2005                              |                           |   |   |              | 743.985,56                  |

(A)

| Operazioni   | Entrate                                    | USCITE  |   |                     |                             |     |
|--|--|---|---|---------------------|-----------------------------|-----|
|  | Afflussi al capitolo 4056                  | Pagamenti per operazioni che hanno generato incassi (1) | Pagamenti per operazioni che non hanno generato incassi | Altro               | Versamenti al capitolo 4055 |     |
| 2004 Enel II   | 2.500.000,00                               |   |   |                     |                             | (A) |
| 2004 ETI   | 4.743.669,00                               |   |   |                     |                             | (A) |
| 2004 Enel III  | 18.482.040,00                              |   |   |                     |                             |     |
| 2004 su st. 2004 pagam. 2005   |  | 1.902.222,27  |   |                     |                             |     |
| 2005   |  | 15.443.219,20   | 18.000,00   |                     | 7.943.266,29                |     |
| 2006   |  |   |   |                     | 419.001,24                  |     |
| 2005 Enel IV   | 26.120.066,72                              |   |   |                     |                             |     |
| 2005 su st. 2005 pagam. 2006 residui perenti in attesa dispon. cassa per vers. al 4055 |  | 2.193.972,27  |   |                     |                             |     |
|  |  | 8.364.062,95  |   |                     | 15.562.031,50               | (B) |
| 2006 Alitalia  | 2.500.000,00                               |   |   |                     |                             |     |
| 2006 su st. 2006 pagam. 2007   |  | 707.000,00  |   |                     |                             |     |
| 2008   |  | 9.180,00  |   |                     | 1.783.820,00                |     |
| 2008 Finmeccanica  | 20.000,00                                  | 12.000,00   |   |                     |                             |     |
| <b>Totali</b>  | <b>544.591.373,39</b>                      | <b>193.001.014,71</b>                                   | <b>5.965.121,90</b>                                     | <b>8.207.957,36</b> | <b>337.409.279,41</b>       |     |
|  | di cui: 8.000,00 disponibili per pagamenti |   |   |                     |                             |     |

(1) Alcuni importi accantonati in un anno (stanziati) sono stati liquidati successivamente, al verificarsi delle clausole contrattuali

(A) Operazione avvenuta a fine anno e registrata nell'esercizio successivo

(B) In attesa della disponibilità di cassa per il perfezionamento del versamento

Fonte: MEF - Dipartimento del tesoro.

Di conseguenza agli **oneri sostenuti al closing** per le 48 operazioni ed ammontanti a 1.556 milioni e costituenti la parte dei proventi lordi destinati alla copertura degli oneri e dei compensi, si devono aggiungere i 193 milioni a valere sui 544,5 versati sul capitolo 4056 ed effettivamente destinati alla copertura delle spese connesse alle operazioni. Gli oneri complessivi sarebbero così pari a 1.749,34 milioni. Nella Tabella 16 è riportato il dettaglio delle operazioni interessate dai suddetti 193 milioni di oneri aggiuntivi.

**Tabella 16 - Operazioni effettuate dal MEF: oneri pagati successivamente** (in milioni)

| <b>Anno</b>   | <b>Società</b>                     | <b>Importo</b> |
|---------------|------------------------------------|----------------|
| 1994          | <i>IMI 1</i>                       | 1,276          |
|               | <i>INA 1</i>                       | 99,459         |
| 1995          | <i>IMI 2</i>                       | 1,317          |
|               | <i>INA 2</i>                       | 0,064          |
|               | <i>ENI 1</i>                       | 16,966         |
|               | <i>INA 3</i>                       | 0,441          |
| 1996          | <i>IMI 3</i>                       | 0,195          |
|               | <i>ENI 2</i>                       | 3,740          |
|               | <i>ENI 3</i>                       | 3,768          |
|               | <i>Telecom Italia 1</i>            | 18,675         |
|               | <i>SEAT 1</i>                      | 2,103          |
| 1998          | <i>ENI 4</i>                       | 2,447          |
|               | <i>BNL 1</i>                       | 1,65           |
|               | <i>Enel 1</i>                      | 4,493          |
| 1999          | <i>UNIM 1</i>                      | 0,78           |
|               | <i>Mediocredito Centrale</i>       | 0,085          |
|               | <i>Credito Industriale Sardo 1</i> | 0,664          |
|               | <i>Meliorbanca 1</i>               | 0,234          |
| 2000          | <i>Mediocredito Lombardo 1</i>     | 0,55           |
|               | <i>Banco di Napoli 2</i>           | 0,622          |
| 2001          | <i>ENI 5</i>                       | 1,928          |
| 2002          | <i>Telecom Italia 2</i>            | 2,797          |
|               | <i>Mediocredito Friuli V.G.</i>    | 0,048          |
| 2003          | <i>Enel 2</i>                      | 0,328          |
|               | <i>Ente Tabacchi Italiani</i>      | 0,314          |
|               | <i>Cassa Depositi e Prestiti</i>   | 1,155          |
| 2004          | <i>Enel 3</i>                      | 15,481         |
| 2005          | <i>Enel 4</i>                      | 11,265         |
|               | <i>Alitalia</i>                    | 0,144          |
| 2008          | <i>Finmeccanica</i>                | 0,012          |
| <b>Totale</b> |                                    | <b>193,001</b> |

Fonte: MEF - Bozza Relazione al Parlamento sulle privatizzazioni, settembre 2009.

Pertanto 1.556 milioni sarebbero gli oneri pagati nel corso delle operazioni direttamente dai soggetti acquirenti a scapito del corrispettivo lordo da corrispondere e 193 milioni sarebbero stati pagati successivamente, a carico del bilancio dello Stato, "in differita" rispetto alle operazioni. Questi oneri differiti vengono dallo stesso Dipartimento del Tesoro stimati nell'ordine del 10-15% delle spese totali. Il grosso delle spese è stato, quindi, gestito e regolato fuori bilancio. Informazioni analitiche su tali oneri si limitano all'indicazione degli importi relativi a ciascuna operazione (Tab. 22).

Va peraltro osservato che il riscontro con i dati della serie storica relativa ai capitoli di spesa del Centro di responsabilità Tesoro per gli anni 1994 - 2008 porta a calcolare oneri aggiuntivi a carico del bilancio per un ammontare diverso da quello indicato dal Dipartimento del Tesoro - 376,6 milioni e non 193. Si tratta dei dati di consuntivo, riportati nella tabella 17 che segue, per i capitoli di spesa relativi,

appunto, agli oneri sostenuti per le operazioni di privatizzazione (Cdr Tesoro): cap. 4408 per gli anni 1994-99, cap. 2112 per il biennio 2000-01, capitoli 1590 e 1592 a partire dal 2002. Sulla base di questo riscontro, gli oneri complessivamente sostenuti dal MEF non ammonterebbero a 1.749 milioni (1.556+193), come sostenuto dal Dipartimento del Tesoro, ma a 1.933 milioni (1.556+376,6).

**Tabella 17 - Pagato totale**  
(in milioni)

| <b>Esercizio</b> | <b>Capitoli di spesa</b> |
|------------------|--------------------------|
| 1994             | 94,49                    |
| 1995             | 8,15                     |
| 1996             | 17,47                    |
| 1997             | 6,63                     |
| 1998             | 77,00                    |
| 1999             | 3,86                     |
| 2000             | 6,58                     |
| 2001             | 9,70                     |
| 2002             | 55,23                    |
| 2003             | 5,34                     |
| 2004             | 6,32                     |
| 2005             | 29,03                    |
| 2006             | 50,04                    |
| 2007             | 2,49                     |
| 2008             | 4,29                     |
| <b>Totale</b>    | <b>376,62</b>            |

A parte la suddetta differenza, va anche rilevata la violazione del principio del bilancio al lordo che è stata sistematicamente operata iscrivendo in entrata i proventi al netto della maggior parte delle spese sostenute e che, quindi, non sono state oggetto di specifica autorizzazione parlamentare.

A tal proposito il Dipartimento del Tesoro ha puntualizzato che risulta applicata pienamente la previsione normativa dell'articolo 13 (copertura finanziaria), comma 1, della legge 474/94, il quale prevede che agli oneri conseguenti alle operazioni di cessione dei cespiti da dismettere si provvede a carico dei relativi proventi e che al fondo di ammortamento di cui....., sono versati i proventi derivanti dalle operazioni di cessione delle partecipazioni dello Stato di cui al presente decreto al netto degli oneri inerenti le medesime. La lettera della disposizione di legge riportata nella memoria del MEF non sembra, tuttavia, che porti ad escludere la violazione del principio in questione: i proventi andavano iscritti nel bilancio di entrata al lordo degli oneri, che sono stati, invece, largamente gestiti fuori bilancio, a parte quelli originariamente non previsti (in differita) ai quali sono stati dedicati, come si è visto, appositi capitoli di spesa.

Un'eccezione rispetto alle normali procedure di destinazione delle risorse a favore del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato è costituita dalla particolare modalità di privatizzazione attuata nel giugno 1996 con l'emissione di titoli di Stato convertibili in azioni dell'INA, di cui si riferirà in seguito (par. 7.3), il cui incasso netto è affluito al capitolo di entrata 5100 (*ricavo netto delle emissioni di titoli del debito pubblico e dei prestiti interni ed internazionali*), per poi essere imputato, a seguito dell'esercizio del diritto di conversione, al cap. 4055 (1.652 milioni).

Nella Tabella 18 le 48 operazioni del MEF sono raggruppate per anno,

mentre il dettaglio per ciascuna cessione è riportato nella Tabella 22. Risulta evidente la loro concentrazione, per il 50,4% dei proventi lordi e per il 56,2% del risparmio indotto in termini di interessi passivi sul debito, nel triennio 1997 - 1999, con una successiva impennata nel 2003, in corrispondenza, tuttavia, di operazioni di privatizzazione più apparenti che effettive (societarizzazione di Cassa Depositi e Prestiti e trasferimento alla stessa di consistenti partecipazioni del Tesoro in ENI, ENEL e Poste Italiane).

**Tabella 18 - Sintesi delle operazioni effettuate dal MEF al 31 ottobre 2008**  
(in milioni di euro)

| Anno          | Proventi lordi   |              | Oneri           | Proventi netti   | Risparmio indotto interessi passivi sul debito |              |
|---------------|------------------|--------------|-----------------|------------------|--|--------------|
|               | Importo          | %            |                 |                  | Importo  | %            |
| 1994          | 3.266,56         | 3,4          | 42,46           | 3.224,10         | 3.011,86                                       | 7,9          |
| 1995          | 4.596,15         | 4,8          | 96,66           | 4.499,48         | 3.455,40                                       | 9,1          |
| 1996          | 6.524,90         | 6,8          | 180,69          | 6.344,21         | 4.116,72                                       | 10,8         |
| 1997          | 19.684,21        | 20,5         | 491,39          | 19.192,82        | 10.013,44                                      | 26,2         |
| 1998          | 10.175,06        | 10,6         | 219,71          | 9.955,35         | 4.405,77                                       | 11,5         |
| 1999          | 18.610,15        | 19,3         | 317,77          | 18.292,38        | 7.069,07                                       | 18,5         |
| 2000          | 583,97           | 0,6          |                 | 583,97           | 194,44   | 0,5          |
| 2001          | 2.887,71         | 3,0          | 22,26           | 2.865,45         | 780,26   | 2,0          |
| 2002          | 1.534,02         | 1,6          | 1,51            | 1.532,51         | 344,80   | 0,9          |
| 2003          | 16.600,30        | 17,2         | 10,95           | 16.589,35        | 3.098,14                                       | 8,1          |
| 2004          | 7.651,55         | 7,9          | 117,74          | 7.533,80         | 1.170,58                                       | 3,1          |
| 2005          | 4.119,59         | 4,3          | 55,18           | 4.064,41         | 511,91   | 1,3          |
| 2008          | 16,97            | 0,0          | 0,02            | 16,95            | 0,23   | 0,0          |
| <b>Totale</b> | <b>96.251,14</b> | <b>100,0</b> | <b>1.556,34</b> | <b>94.694,80</b> | <b>38.172,62</b>                               | <b>100,0</b> |

Fonte: Elaborazioni Cdc su dati MEF - Dipartimento del tesoro.

Sempre per le operazioni condotte dal MEF, la Tabella 19 che segue pone a confronto i dati forniti dal Dipartimento del Tesoro con quelli desunti dal bilancio dello Stato, per i due capitoli di entrata 4055 e 4056. Dal raffronto si evidenzia un significativo scostamento tra i proventi netti complessivamente riconducibili alle operazioni effettuate direttamente dal MEF, pari a 94.695 milioni, ed il totale dei versamenti affluiti ai due capitoli di entrata 4055 e 4056, pari a 104.393 milioni. Anche se non in termini analitici, la spiegazione data dall'Amministrazione è che al Fondo ammortamento per i titoli di Stato affluiscono anche introiti non riconducibili alle sole privatizzazioni, come è il caso dei 3,5 miliardi del 2007 relativi alla riduzione del capitale sociale della Sace, ma come è anche il caso dei proventi delle cartolarizzazioni. Come si vedrà nel successivo capitolo 8, le risorse affluite al Fondo stesso limitatamente alle privatizzazioni effettuate direttamente dal MEF sono ammontate a 94,48 miliardi, pari all'80,8% degli importi complessivamente versati sullo stesso Fondo.

**Tabella 19 - Operazioni del MEF: confronto dati Tesoro e Bilancio Stato**  
(in milioni di euro)

| Anno          | Dipartimento Tesoro |                    |                        | Bilancio Stato: versamenti (*) |                   |                        |
|---------------|---------------------|--------------------|------------------------|--------------------------------|-------------------|------------------------|
|               | Oneri (1)           | Proventi netti (2) | Proventi lordi (1)+(2) | Cap. 4056                      | Cap. 4055         | Totale capp. 4055+4056 |
| 1994          | 42,46               | 3.224,10           | 3.266,56               | 165,23                         | 3.058,00          | 3.223,23               |
| 1995          | 96,66               | 4.499,48           | 4.596,14               | 186,25                         | 4.314,00          | 4.500,25               |
| 1996          | 180,69              | 6.344,21           | 6.524,90               | 77,47                          | 4.765,00          | 4.842,47               |
| 1997          | 491,39              | 19.192,82          | 19.684,21              | 6,2                            | 17.910,00         | 17.916,20              |
| 1998          | 219,71              | 9.955,35           | 10.175,06              | 0                              | 11.600,00         | 11.600,00              |
| 1999          | 317,77              | 18.292,38          | 18.610,15              | 25,82                          | 19.159,06         | 19.184,88              |
| 2000          |                     | 583,97             | 583,97                 | 0                              | 5.357,10          | 5.357,10               |
| 2001          | 22,26               | 2.865,45           | 2.887,71               | 25,82                          | 4.329,46          | 4.355,28               |
| 2002          | 1,51                | 1.532,51           | 1.534,02               | 1,9                            | 1.655,39          | 1.657,29               |
| 2003          | 10,95               | 16.589,35          | 16.600,30              | 8,74                           | 16.581,60         | 16.590,34              |
| 2004          | 117,74              | 7.533,80           | 7.651,54               | 18,48                          | 7.516,94          | 7.535,42               |
| 2005 (**)     | 55,18               | 4.064,41           | 4.119,59               | 28,62                          | 4.044,48          | 4.073,10               |
| 2006          |                     |                    |                        |                                | 38,49             | 38,49                  |
| 2007          |                     |                    |                        |                                | 3.500,01          | 3.500,01               |
| 2008          | 0,02                | 16,95              | 16,97                  | 0                              | 18,72             | 18,72                  |
| <b>Totale</b> | <b>1.556,34</b>     | <b>94.694,78</b>   | <b>96.251,12</b>       | <b>544,53</b>                  | <b>103.848,25</b> | <b>104.392,78</b>      |

(\*): Fonte: Elaborazioni Cdc su dati SiRgs - Cdc.

(\*\*): comprensivo dell'operazione OPA Telecom di 0,87 milioni di euro effettuata nel 2005, ma contabilizzata sul FATS nel 2007.

### Le operazioni svolte dalle società Capogruppo

#### **A) IRI S.p.A. (Tabella 23)**

Tra il 1993 ed il 2001 l'IRI S.p.A. ha effettuato cessioni per 21,66 miliardi di proventi lordi con 349,89 milioni di oneri/spese, ed un corrispondente indebitamento finanziario trasferito per 3,77 miliardi che, sommato ai proventi lordi, fa ascendere le risorse reperite totali a 25,43 miliardi. Gli oneri hanno pesato per l'1,61% sui proventi lordi e per l'1,38% sulle risorse reperite totali.

Le operazioni presentano una forte concentrazione sugli anni 1999 - 2000, con il 65% dei proventi (14,3 miliardi) essenzialmente dovuti all'operazione *Autostrade* per 6,7 miliardi e *Finmeccanica* per 5,5 miliardi.

Il debito complessivamente ceduto, come si è detto pari a 3,77 miliardi, è concentrato su sole quattro operazioni: *Autostrade* per 1,7 miliardi, *Finmeccanica* per 1 miliardo circa, *ILVA* per 0,8 miliardi e *Acciai Speciali Terni* per 0,2 miliardi.

#### **B) Fintecna S.p.A., come subentrante all'IRI (Tabella 23)**

La società, a partire dal 2002 e fino al 2008, ha registrato 908,14 milioni di proventi lordi, con 4,31 milioni di oneri/spese che hanno inciso per lo 0,47% sui proventi. Tuttavia, come già accennato, ha effettuato operazioni di vere e proprie privatizzazioni per soli 45,96 milioni di proventi lordi, in quanto ha soprattutto dismesso immobili e cespiti (per 856 milioni, con 3,3 milioni di oneri). Marginale l'importo delle cessioni di rami di aziende e di quote minoritarie (5,8 milioni di proventi).

### C) Eni S.p.A. (Tabella 24)

Per l'ENI S.p.A., inizialmente posseduta dal Tesoro al 100%, la privatizzazione è stata effettuata in sei *tranches* tra il 1995 ed il 2003 (in quest'ultimo caso alla CDP) per 29,4 miliardi di proventi lordi complessivi, giungendo ad una quota residua del 20,3%. La Società, a sua volta, tra il 1993 ed il 1998 ha effettuato due privatizzazioni (*Nuovo Pignone* e *Saipem*) per complessivi 1,1 miliardi, per 2,94 milioni di oneri/spese che hanno inciso per lo 0,27% sui proventi.

#### Le altre operazioni svolte dai Gruppi IRI, Fintecna ed Eni

Le cessioni di 2° livello effettuate dalle Società dei Gruppi IRI (1992 - 2002), Fintecna (2002 - 2008) ed Eni (1992 - 1998) hanno complessivamente comportato proventi lordi per 14,1 miliardi, con 93,22 milioni di oneri/spese, con un'incidenza dello 0,66%, che scende allo 0,55% se ai proventi si somma l'indebitamento finanziario trasferito pari a 2,94 miliardi che ha fatto salire le risorse reperite totali a 17 miliardi.

Il peso maggiore di queste operazioni, in termini di proventi lordi, è riconducibile alle **società del Gruppo IRI** con il 65,8%. Si tratta delle cessioni effettuate tra il 1992 ed il novembre 2002, e sono rappresentate (Tabella 25) dalle operazioni di 2° livello effettuate dalle Finanziarie del Gruppo che hanno comportato un ammontare del controvalore delle cessioni per 9,28 miliardi, derivanti soprattutto dalle cessioni di quote minoritarie (5,29 miliardi) ed in misura inferiore da quote di controllo (2,7 miliardi)<sup>59</sup>, ed un ammontare di oneri/spese di cessione pari a 55,3 milioni che pesano per lo 0,60% sui proventi. Tale incidenza scende allo 0,51% sommando ai proventi l'indebitamento finanziario trasferito pari a 1,64 miliardi che portano le risorse reperite totali provenienti da queste dismissioni a 10,92 miliardi. Le finanziarie che hanno maggiormente contribuito ai suddetti risultati sono state *Finmeccanica*, *MEI*, *STET* e *IRITECNA*.

Il **Gruppo Fintecna** tra il dicembre 2002 ed il dicembre 2008 ha reperito risorse dalle cessioni di 2° livello pari a 653,19 milioni, dovuti per il 94% alla cessione di immobili e cespiti non propriamente assimilabile alle altre operazioni di privatizzazione: infatti il 60% dei ricavi è riconducibile alla società *Fintecna Immobiliare*. A fronte di questi proventi gli oneri sono ammontati a 3,12 milioni, con un peso pari allo 0,48% sui proventi (Tabella 26).

Infine il **Gruppo ENI** tra il 1992 ed il 1998 ha effettuato 98 cessioni di quote di controllo e di aziende/rami di aziende per 2,5 miliardi di corrispettivo ed 1,3 miliardi di indebitamento trasferito. Inoltre ha ceduto quote minoritarie per 0,9 miliardi e immobili/cespiti per 0,8 miliardi. Riepilogando, ad un corrispettivo di 4,18 miliardi ha corrisposto un indebitamento finanziario trasferito per 1,3 miliardi per un complesso di risorse reperite pari a 5,49 miliardi. Gli oneri/spese di cessione sono ammontati a 34,81 milioni con un'incidenza dello 0,83% sui proventi e dello 0,63% sulle risorse globalmente reperite (Tabella 27).

#### Disallineamenti e revisione dei dati

Come si è prima accennato, alla definizione di questa base informativa si è pervenuti a seguito di una serie di correzioni e precisazioni rese necessarie a seguito dell'emergere di una serie di incongruenze e di disallineamenti venuti in evidenza nel corso dell'istruttoria della Corte e segnalati nello schema del referto oggetto del contraddittorio con l'Amministrazione.

---

<sup>59</sup> L'importo residuo di 1,3 miliardi è costituito da cessione di immobili e cespiti (1.057 milioni) e di aziende e rami di azienda (230 milioni).

Per le **operazioni attuate direttamente dal MEF** i disallineamenti evidenziati anche nel contraddittorio svoltosi in sede di Adunanza si riferiscono in particolare ai costi aggiuntivi per il pagamento degli oneri relativi a cessioni già concluse, componente di costo non rendicontata nelle Relazioni al Parlamento, ma che è stata ricostruita dal Tesoro su specifica richiesta della Corte. L'importo in questione, originariamente indicato in 194,17 milioni, è stato successivamente rettificato in 193 milioni. Come si è prima visto, dai dati del bilancio dello Stato si riscontra un pagato di 376,6 milioni, con una differenza, quindi, pari a circa 184 milioni di euro.

Il Dipartimento del tesoro ha riferito di aver controllato i dati dei capitoli di spesa del bilancio dello Stato relativi ai costi per le privatizzazioni, e di poter precisare che gli importi riportati sono comprensivi di circa 25 milioni relativi al capitolo 1590 che recepisce oneri non strettamente connessi con le privatizzazioni (la denominazione del capitolo è infatti "spese per le consulenze da acquisire per la gestione delle società partecipate ..."), pur essendo compreso sotto la voce "oneri per le privatizzazioni". Per quanto riguarda gli altri capitoli (4408, 2112 e 1592), la cui denominazione è rimasta invariata nel tempo ("Oneri derivanti dalle operazioni di alienazione delle partecipazioni e dei beni da dismettere ..."), gli oneri specifici per le privatizzazioni rappresenterebbero solo una parte dell'ammontare complessivo contabilizzato, che includerebbe anche gli oneri per la cessione di immobili e altre attività dello Stato. Anche se le spiegazioni fornite appaiono del tutto parziali e generiche, viene pertanto confermato che l'importo relativo agli oneri specifici per le privatizzazioni effettuate dal MEF nel periodo considerato ammonterebbero, secondo l'Amministrazione, a 193 milioni.

Solo in sede di Adunanza, poi, sono stati forniti i chiarimenti relativi alla vicenda, di cui si è detto, relativa all'indebitamento finanziario trasferito, iscritto tra i proventi delle cessioni dirette del MEF, per l'operazione Telecom del 1997, per un importo di 7,3 miliardi.

Per le **operazioni di IRI S.p.A.**: gli oneri sono passati da 121,84 a 349,89 (Tabella 22), a seguito dell'aggiunta degli importi relativi a 5 operazioni che, precedentemente, venivano indicati come *non definiti*. Di conseguenza, i proventi netti sono passati da 21.542 milioni a 21.314 milioni.

Le osservazioni formulate dalla Corte in sede istruttoria e di contraddittorio hanno, quindi, portato ad una parziale revisione dei dati relativi alle operazioni da parte del Tesoro, che ha riscontrato una serie di imprecisioni negli importi trasmessi in sede di istruttoria e contenuti anche nelle Relazioni al Parlamento. Tali imprecisioni risulterebbero sanate con la Relazione del settembre 2009 relativa al biennio 2007 - 2008, trasmessa in bozza alla Corte prima dell'Adunanza e successivamente parzialmente rivista, anche sulla base delle osservazioni della stessa Corte.

In particolare ci si riferisce alle "cessioni di quote di controllo" effettuate dal Gruppo IRI/Finanziaria Fintecna tra luglio 1992 e novembre 2002 per le quali il 26 maggio 2009 il Dipartimento del tesoro, a fronte di proventi per 109,8 milioni, aveva indicato per la voce *oneri/spese cessione* un importo di 455,9 milioni, rispetto ai 14,9 milioni riportati nella bozza della Relazione al Parlamento del settembre 2009, così come nelle precedenti relazioni al Parlamento a partire da quella per il 2005. Le Relazioni al Parlamento per il 2003 ed il 2004, tuttavia, avevano indicato importi non molto diversi da quelli comunicati dal Tesoro:

- nella Relazione del luglio 2004, a fronte di proventi per il Gruppo IRI - Finanziaria Fintecna (per il periodo luglio 1992 - dicembre 2003) indicati in 206,19 milioni, gli oneri risultano pari a 455,8 milioni;

- nella Relazione di aprile 2003 per il Gruppo IRI/Finanziaria Fintecna per il periodo luglio 1992 – novembre 2002 vengono indicati proventi per 190,8 milioni ed oneri per 454,8 milioni.

Inoltre per le operazioni Telecom e Seat del 1997, **dalle Relazioni al Parlamento (ma non dalle risposte alle richieste istruttorie della Corte) si riscontra una evidente duplicazione** in quanto gli importi ad esse relativi vengono imputati, oltre che al MEF, anche al Gruppo IRI, con conseguente disallineamento tra i dati di diverse fonti: da una parte gli importi comunicati dal Tesoro e dall'altra le Relazioni al Parlamento, compresa la bozza del settembre 2009 in via di trasmissione al Parlamento.

In proposito il Tesoro, su sollecitazione della Corte, ha inserito nella predetta bozza della Relazione in via di trasmissione al Parlamento la seguente nota esplicativa al riepilogo delle operazioni effettuate dall'IRI (IRI S.p.A. e società finanziarie) di cui ad una specifica tavola che si allega (Tabella 20):

*"Con particolare riguardo all'operazione di privatizzazione Telecom/Seat avvenuta nel 1997 occorre precisare che gli effetti dell'operazione sono stati rilevati sia nella sintesi delle operazioni MEF che nelle privatizzazioni del Gruppo IRI, in quanto il MEF ha realizzato la privatizzazione mentre l'IRI ha beneficiato degli effetti finanziari ed economici della stessa.*

*Infatti, dopo una lunga fase di preparazione della privatizzazione della finanziaria di settore STET, che nelle fasi più rilevanti ha riguardato, tra l'altro, la creazione del gestore unico (Fusione in Telecom Italia delle sei concessionarie del servizio telefonico appartenenti al Gruppo STET), la creazione di Telecom Italia Mobile (gestore del servizio di telefonia mobile), l'individuazione e la nomina dei consulenti per la privatizzazione e la definizione con DPCM delle modalità di cessione, l'IRI si è trovato ad affrontare rilevanti problematiche relative a criticità finanziarie, risolte attraverso un acconto che il Tesoro ha riconosciuto immediatamente all'IRI per il trasferimento allo stesso Tesoro della Partecipazione in STET.*

*Ciò avvenne in quanto il Governo, in accordo con la UE, emanò un DPCM che disponeva il trasferimento delle azioni Stet dall'IRI al Tesoro, dietro corresponsione di un cospicuo acconto che, in seguito alla cessione effettiva, sarebbe stato oggetto di conguaglio, con riferimento agli incassi realizzati.*

*Prima della cessione il Tesoro ha effettuato altre operazioni societarie, la scissione di Stet con l'enucleazione di Seat Pagine Gialle e la fusione per incorporazione di Telecom Italia in Stet con cambio di denominazione sociale di Stet in Telecom Italia.*

*Pertanto, l'operazione è imputabile sia al MEF che all'IRI, a seconda di come sia considerata, pur ovviamente avendo un unico rilievo nell'ottica complessiva delle privatizzazioni effettuate.*

*Si riportano i dati relativi agli importi da considerare per non duplicare gli effetti dell'operazione, nell'ottica della valutazione complessiva del processo di privatizzazione."*

Nella colonna IRI S.p.A. occorre, quindi, rettificare in diminuzione gli importi relativi alle quote di controllo, sottraendo gli importi relativi a Telecom e Seat, come indicato nel prospetto che segue.

| <b>Importi</b><br><i>(in milioni)</i> | IRI S.p.A.<br>quote di<br>controllo | Telecom   | Seat   | <b>rettificato</b> |
|---------------------------------------|-------------------------------------|-----------|--------|--------------------|
| Controvalore cessioni                 | 31.888,40                           | 11.817,90 | 853,74 | <b>19.216,76</b>   |
| Indebitamento trasferito              | 11.196,80                           | 7.319,00  |        | <b>3.877,80</b>    |
| Oneri/spese cessione                  | 617,00                              | 288,15    |        | <b>328,85</b>      |

**Tabella 20 - Riepilogo delle privatizzazioni effettuate dal Gruppo IRI dal luglio 1992 al 30 novembre 2002 (Euro milioni)**

| TIPO DI CESSIONE  |                      | Finanziarie |             |         |              |          |          |          |         |      |       |          |       |         |          | Totale complessivo | di cui solo finanziarie (2° livello) |            |
|---|----------------------|-------------|-------------|---------|--------------|----------|----------|----------|---------|------|-------|----------|-------|---------|----------|--------------------|--------------------------------------|------------|
|   |                      | ALITALIA    | FINCANTIERI | FINMARE | FINMECCANICA | FINSIDER | FINTECNA | IRITECNA | MEI     | RAI  | SME   | SOFINPAR | SPI   | STET    | TIRRENIA |                    |                                      | IRI S.p.A. |
| 1 - Cessioni di quote di controllo                      | Controval.cessioni   | 15,5        | 183,9       | 42,1    | 989,7        | 0,0      | 190,8    | 774,1    | 0,0     | 4,6  | 154,0 | 10,0     | 318,0 | 21,8    | 0,1      | <b>31.888,4</b>    | 34.593,1                             | 2.704,6    |
|   | Indebitam.trasferito | 0,0         | 0,0         | 181,6   | 835,0        | 0,0      | 19,9     | 587,5    | 0,0     | 0,0  | 0,0   | 4,4      | 0,0   | 0,0     | 0,0      | <b>11.196,8</b>    | 12.825,2                             | 1.628,4    |
|   | Tot.risorse reperite | 15,5        | 183,9       | 223,7   | 1.824,7      | 0,0      | 210,8    | 1.361,5  | 0,0     | 4,6  | 154,0 | 14,4     | 318,0 | 21,8    | 0,1      | <b>43.085,2</b>    | 47.418,2                             | 4.333,0    |
|   | Oneri/Spese cess.    | 0,5         | 2,3         | 3,1     | 1,1          | 0,0      | 14,9     | 2,5      | 0,0     | 0,4  | 0,0   | 0,1      | 0,0   | 0,0     | 0,0      | <b>617,0</b>       | 641,8                                | 24,8       |
| 2 - Cessioni di aziende / rami d'azienda                | Controval.cessioni   | 0,0         | 8,6         | 0,0     | 183,5        | 0,0      | 1,1      | 4,7      | 0,0     | 9,3  | 9,3   | 0,0      | 0,0   | 13,2    | 0,0      | <b>0,0</b>         | 229,8                                | 229,8      |
|   | Indebitam.trasferito | 0,0         | 0,0         | 0,0     | 8,9          | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 1,4  | 0,0   | 0,0      | 0,0   | 0,0     | 0,0      | <b>0,0</b>         | 10,3                                 | 10,3       |
|   | Tot.risorse reperite | 0,0         | 8,6         | 0,0     | 192,4        | 0,0      | 1,1      | 4,7      | 0,0     | 10,8 | 9,3   | 0,0      | 0,0   | 13,2    | 0,0      | <b>0,0</b>         | 240,1                                | 240,1      |
|   | Oneri/Spese cess.    | 0,0         | 0,4         | 0,0     | 0,9          | 0,0      | 0,0      | 0,0      | 0,0     | 0,0  | 0,0   | 0,0      | 0,4   | 0,0     | 0,0      | <b>0,0</b>         | 1,6                                  | 1,6        |
| Controvalore cessioni Privatizzazioni (1+2)             |                      | 15,5        | 192,5       | 42,1    | 1.173,2      | 0,0      | 191,9    | 778,8    | 0,0     | 14,0 | 163,3 | 10,0     | 318,0 | 35,0    | 0,1      | <b>31.888,4</b>    | 34.822,9                             | 2.934,4    |
| Indebit. finanz. netto trasferito Privatizzazioni (1+2) |                      | 0,0         | 0,0         | 181,6   | 843,8        | 0,0      | 19,9     | 587,5    | 0,0     | 1,4  | 0,0   | 4,4      | 0,0   | 0,0     | 0,0      | <b>11.196,8</b>    | 12.835,5                             | 1.638,7    |
| Risorse reperite Privatizzazioni (1+2)                  |                      | 15,5        | 192,5       | 223,7   | 2.017,1      | 0,0      | 211,8    | 1.366,3  | 0,0     | 15,4 | 163,3 | 14,4     | 318,0 | 35,0    | 0,1      | <b>43.085,2</b>    | 47.658,3                             | 4.573,1    |
| 3 - Cessioni di Quote Minoritarie                       | Controval.cessioni   | 315,9       | 136,0       | 10,4    | 716,9        | 14,6     | 53,7     | 283,7    | 1.816,0 | 6,9  | 0,0   | 77,9     | 53,2  | 1.800,8 | 2,0      | <b>2.441,8</b>     | 7.729,8                              | 5.288,0    |
|   | Oneri/Spese cess.    | 3,9         | 1,0         | 0,1     | 3,4          | 0,0      | 1,9      | 3,0      | 9,8     | 0,1  | 0,0   | 0,0      | 0,0   | 0,0     | 0,0      | <b>21,0</b>        | 44,2                                 | 23,1       |
| 4 - Cessioni Immobili / Cespiti                         | Controval.cessioni   | 0,0         | 43,5        | 112,9   | 195,0        | 82,0     | 64,3     | 214,6    | 0,0     | 2,4  | 0,0   | 303,6    | 0,0   | 5,9     | 32,8     | <b>0,0</b>         | 1.057,0                              | 1.057,0    |
|   | Oneri/Spese cess.    | 0,0         | 0,1         | 1,2     | 1,3          | 0,2      | 0,5      | 0,9      | 0,0     | 0,1  | 0,0   | 0,0      | 0,0   | 0,0     | 1,5      | <b>0,0</b>         | 5,8                                  | 5,8        |
| Totale Controvalore cessioni (1+2+3+4)                  |                      | 331,5       | 372,0       | 165,4   | 2.085,1      | 96,6     | 309,9    | 1.277,1  | 1.816,0 | 23,2 | 163,3 | 391,6    | 371,2 | 1.841,8 | 34,8     | <b>34.330,2</b>    | 43.609,6                             | 9.279,4    |
| Totale Indebitam.finanz. netto trasferito (1+2)         |                      | 0,0         | 0,0         | 181,6   | 843,8        | 0,0      | 19,9     | 587,5    | 0,0     | 1,4  | 0,0   | 4,4      | 0,0   | 0,0     | 0,0      | <b>11.196,8</b>    | 12.835,5                             | 1.638,7    |
| Totale Risorse reperite (1+2+3+4)                       |                      | 331,5       | 372,0       | 347,0   | 2.928,9      | 96,6     | 329,9    | 1.864,6  | 1.816,0 | 24,7 | 163,3 | 395,9    | 371,2 | 1.841,8 | 34,8     | <b>45.527,0</b>    | 56.445,1                             | 10.918,1   |
| Totale oneri/Spese cess. (1+2+3+4)                      |                      | 4,3         | 3,8         | 4,4     | 6,5          | 0,2      | 17,3     | 6,5      | 9,8     | 0,6  | 0,0   | 0,1      | 0,4   | 0,0     | 1,5      | <b>638,1</b>       | 693,4                                | 55,3       |

Fonte: MEF - bozza Relazione al Parlamento settembre 2009.

Rettifica oneri e spese sostenuti per le operazioni

Così come per i proventi lordi e le risorse reperite totali,, nella sottostante Tabella 21 sono riepilogati gli oneri e le spese sostenute per le operazioni per i diversi soggetti cedenti: MEF, IRI, Fintecna ed ENI.

Come già sopra evidenziato, per **le operazioni del MEF** la serie storica relativa ai capitoli di spesa del Centro di responsabilità tesoro per gli anni 1994 - 2008 porterebbe a definire oneri aggiuntivi a carico del bilancio per un ammontare pari a 376,6 milioni e non a 193 milioni, come quantificato dal Tesoro. In tal caso gli oneri complessivamente sostenuti dal MEF non ammonterebbero a 1.749,3 milioni (1.556,3+193), ma a 1.933 milioni (1.556,3+376,6) e la loro incidenza sarebbe pari al 2,01% sui proventi lordi (1,82% secondo il Tesoro) ed all'1,87% sul totale delle risorse reperite (a fronte dell'1,69% calcolato dal Tesoro).

Per il complesso delle cessioni dell'**IRI** il rapporto è pari all'1,31% sui proventi ed all'1,11% sulle risorse reperite, mentre per **Fintecna**, in assenza di indebitamento finanziario trasferito con le operazioni, l'incidenza resta pari allo 0,48% dei proventi. Per l'**ENI** si ha un peso degli oneri pari allo 0,71% sui proventi, che si riduce allo 0,57% se li si rapporta alle risorse reperite totali.

Nel complesso, prendendo per buoni i dati risultanti dai bilanci consuntivi dello Stato, gli oneri ammonterebbero a 2.383 milioni, con un'incidenza dell'1,78% sui proventi e dell'1,61% sulle risorse reperite.

**Tabella 21- Riepilogo ricavi e oneri (in milioni )**

| Amm.ne/Società         | Proventi lordi   | risorse reperite totali | Oneri/spese                                |                              |        |                |                                 |             |  |             |             |
|------------------------|------------------|-------------------------|--|------------------------------|--------|----------------|---------------------------------|-------------|--|-------------|-------------|
|                        |                  |                         | aggiuntivi                                 |                              | Totale |                | Incidenza su proventi lordi (%) |             | Incidenza su risorse reperite totali (%) |             |             |
|                        |                  |                         | Proventi lordi destinati a coperture oneri | Corte: pagamenti da bilancio | Tesoro | Corte          | Tesoro                          | Corte       | Tesoro                                   | Corte       | Tesoro      |
| <b>MEF</b>             | <b>96.251,1</b>  | <b>103.570,1</b>        | <b>1.556,3</b>                             | 376,6                        | 193,0  | <b>1.933,0</b> | <b>1.749,3</b>                  | 2,01        | 1,82                                     | 1,87        | 1,69        |
| IRI S.p.A.             | 21.664,4         | 25.434,5                | 349,8                                      |                              |        | 349,8          | 349,8                           | 1,61        | 1,61                                     | 1,38        | 1,38        |
| Gruppo IRI             | 9.279,4          | 10.918,1                | 55,3                                       |                              |        | 55,3           | 55,3                            | 0,60        | 0,60                                     | 0,51        | 0,51        |
| <b>Totale IRI</b>      | <b>30.943,8</b>  | <b>36.352,6</b>         | <b>405,1</b>                               |                              |        | <b>405,1</b>   | <b>405,1</b>                    | 1,31        | 1,31                                     | 1,11        | 1,11        |
| Fintecna S.p.A.        | 908,1            | 908,1                   | 4,3  |                              |        | 4,3            | 4,3                             | 0,47        | 0,47                                     | 0,47        | 0,47        |
| Gruppo Fintecna        | 653,2            | 653,2                   | 3,1  |                              |        | 3,1            | 3,1                             | 0,48        | 0,48                                     | 0,48        | 0,48        |
| <b>Totale Fintecna</b> | <b>1.561,3</b>   | <b>1.561,3</b>          | <b>7,4</b>                                 |                              |        | <b>7,4</b>     | <b>7,4</b>                      | 0,48        | 0,48                                     | 0,48        | 0,48        |
| ENI S.p.A.             | 1.103,5          | 1.103,5                 | 2,9  |                              |        | 2,9            | 2,9                             | 0,27        | 0,27                                     | 0,27        | 0,27        |
| Gruppo ENI             | 4.186,7          | 5.491,7                 | 34,8                                       |                              |        | 34,8           | 34,8                            | 0,83        | 0,83                                     | 0,63        | 0,63        |
| <b>Totale ENI</b>      | <b>5.290,2</b>   | <b>6.595,2</b>          | <b>37,8</b>                                |                              |        | <b>37,8</b>    | <b>37,8</b>                     | 0,71        | 0,71                                     | 0,57        | 0,57        |
| <b>TOTALE</b>          | <b>134.046,5</b> | <b>148.079,3</b>        | <b>2.006,7</b>                             |                              |        | <b>2.383,3</b> | <b>2.199,7</b>                  | <b>1,78</b> | <b>1,64</b>                              | <b>1,61</b> | <b>1,49</b> |

Fonte: elaborazioni Cdc su dati MEF - Dipartimento del tesoro e Si.Rgs - Cdc.

### Dettagli su alcune operazioni

Il Tesoro ha trasmesso un prospetto per alcune delle operazioni di *Offerta pubblica di vendita* e di *ABO (Accelerated Bookbuilding)* e *Bought Deal* (acquisizione preventiva da parte di un Gruppo di intermediari finanziari di titoli di nuova emissione destinati al mercato; in una fase successiva gli stessi intermediari provvederanno al collocamento dei titoli stessi) Tabelle 28 e 29.

Sulla base dei dati disponibili in proposito (Tesoro, ma soprattutto PB), si può in particolare osservare:

- per le OPV un eccesso della domanda di azioni rispetto all'offerta, con un rapporto pari, per il complesso delle operazioni, a 2,94, con un massimo per l'operazione SNAM RETE GAS del 2001 di 4,98; rapporti elevati si riscontrano anche per Telecom 1 nell'ottobre 1997 (2,02), per BNL nel novembre 1998 (3,93) e per Autostrade nel dicembre 1999 (1,84) – tutte operazioni che si sono svolte utilizzando contemporaneamente le procedure della PO e della trattativa diretta;
- per le ABO lo stesso dato è disponibile solo per l'operazione ENI 5 ed il relativo rapporto è pari ad 1,27;
- I dati relativi agli *underpricing* (sconti) sono relativi ad alcune operazioni e si assestano attorno al 2%.

Agli interrogativi sollevati da questi rapporti che riflettono una situazione di eccesso di domanda di azioni rispetto all'offerta che, da un lato, potrebbe segnalare una contraddizione con l'obiettivo dichiarato di voler diffondere il modello della public company e, dall'altro, evidenziare che il processo di privatizzazione non si è sempre rigorosamente ispirato al criterio della massimizzazione dei ricavi, ha risposto l'Amministrazione con una serie di considerazioni che prendono avvio dall'affermazione che il successo di una operazione di privatizzazione o di un collocamento si misura anche sulla base di quante volte la domanda supera l'offerta. Tale rapporto sta ad indicare che i termini dell'operazione sono apprezzati dal mercato che riconosce valore al collocatore ed ai titoli collocati.

Le offerte per ottenere il favore del mercato devono far ritenere possibile un apprezzamento dei titoli sottoscritti, altrimenti, considerate le dimensioni delle tranche di titoli da collocare e gli ingenti importi richiesti al mercato, non si avrebbe domanda sufficiente. A tal proposito, l'Amministrazione ritiene opportuno sottolineare che gli investitori, principalmente quelli professionali, in prossimità dell'avvio di grandi operazioni di offerta, liberano risorse (cedendo altri titoli) - in gergo fanno spazio in portafoglio -, per sottoscrivere le offerte annunciate. Tale comportamento, che determina costi per commissioni di compravendita e l'assunzione di rischi (mancata assegnazione del quantitativo di titoli richiesti, in caso di riparto), non si verificherebbe se non si creassero le aspettative di apprezzamento del titolo anche attraverso la concessione di uno sconto sul prezzo (*underpricing*) che può essere reale, se il titolo offerto risulta già quotato, o teorico rispetto ad un valore di stima nel caso di IPO.

In ogni caso, se la domanda supera l'offerta, i titoli vengono assegnati sulla base di un piano di riparto proporzionale all'entità della domanda di ciascun investitore, tenendo in primaria considerazione la qualità dell'investitore stesso, in termini di propensione al mantenimento del titolo assegnato in portafoglio in una prospettiva di medio-lungo periodo. La domanda rimasta inevasa crea la possibilità che i titoli siano richiesti con un sovrapprezzo rispetto al collocamento sul mercato, dando avvio all'apprezzamento del titolo di cui si è detto sopra.

I dati della domanda vengono resi noti durante il periodo di collocamento e servono da acceleratore di ulteriore domanda per vedersi assegnare titoli anche in caso di riparto. Una domanda che stenti a raggiungere l'offerta vedrebbe con probabilità il fallimento dell'operazione per scarso apprezzamento del mercato e dei risparmiatori.

In relazione alle due operazioni SNAM RETE GAS (per la quale lo scarto fra domanda e offerta di azioni risulta massimo, circa cinque volte) e Terna S.p.A., non comprese tra le operazioni direttamente considerate in questa sede in quanto non rientranti nel perimetro di quelle da segnalare al Parlamento, il Tesoro ha specificato che SNAM RETE GAS è stata collocata da Eni dopo il 1998, dopo che il MEF era sceso al di sotto della quota di controllo in ENI, così come Terna è stata collocata da Enel dopo che il MEF aveva ceduto la quota di controllo di Enel.

Anche se questa specificazione appare formalmente giustificata dalla lettera della legge, vanno rilevati la minor trasparenza ed i maggiori interrogativi che insorgono con riguardo alle operazioni c.d. di secondo livello la cui attuazione da parte delle Holding di controllo non è potuta avvenire senza l'avallo del Governo, posto il controllo che di fatto lo stesso ha continuato ad esercitare su ENI e su ENEL, detenendone - direttamente o indirettamente - la partecipazione di controllo.

**Tabella 22- Privatizzazioni effettuate dal MEF al 31 ottobre 2008** (in milioni di euro)

| Società          | Tranche | Quota di capitale % |                |         | (2)<br>Valore<br>partecipazione<br>azionaria<br>pubblica | Tipo di<br>transazione | Contractors   |  | Proventi<br>lordi | (4) Oneri     |                           | Proventi<br>netti | Destinazione<br>proventi                     |                                | (6)<br>Risparmio<br>indotto<br>interessi<br>passivi sul<br>debito |
|------------------|---------|---------------------|----------------|---------|--|------------------------|---|--|-------------------|---------------|---------------------------|-------------------|--|--------------------------------|---|
|                  |         | posseduta           | (1)<br>venduta | residua |  |                        | Advisors<br>valutatori  | (3)<br>Global<br>coordinators                      |                   | importo       | % su<br>provento<br>lordo |                   | Amm.<br>Titoli di<br>Stato<br>(cap.<br>4055) | (5)<br>Altro<br>(cap.<br>4056) |   |
| <b>Anno 1994</b> |         |                     |                |         |  |                        |   |  |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| IMI              | 1       | 50,00               | 27,45          | 22,55   |  | IPO Offerta<br>globale | Credit<br>Suisse First<br>Boston  | SG Warburg,<br>IMI                                 | 926,78            | 42,03         | 4,54                      | 884,74            | 822,77                                       | 61,97                          |   |
| INA              | 1       | 100,00              | 47,25          | 52,75   |  | IPO Offerta<br>globale | Schroders,<br>Fox Pitt<br>Kelton  | Goldman<br>Sachs, IMI                              | 2.339,79          | 0,43          | 0,02                      | 2.339,36          | 2.236,07                                     | 103,29                         |   |
| <b>Totale</b>    |         |                     |                |         |  |                        |   |  | <b>3.266,56</b>   | <b>42,46</b>  | <b>1,30</b>               | <b>3.224,10</b>   | <b>3.058,84</b>                              | <b>165,27</b>                  | <b>3.011,86</b>   |
| <b>Anno 1995</b> |         |                     |                |         |  |                        |   |  |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| IMI              | 2       | 22,55               | 14,48          | 8,07    |  | Trattativa<br>diretta  | SG<br>Warburg,<br>Credit<br>Suisse First<br>Boston,<br>Vitale<br>Borghesi<br>Fox Pitt | IMI  | 471,71            | 0,00          |                           | 471,71            | 471,71                                       | 0,00                           |   |
| INA              | 2       | 52,75               | 18,37          | 34,38   |  | Trattativa<br>diretta  | Kelton,<br>Akros  | Schroders<br>IMI, Credit<br>Suisse First           | 871,08            | 2,21          | 0,25                      | 868,87            | 868,87                                       | 0,00                           |   |
| ENI              | 1       | 100,00              | 15,00          | 85,00   |  | IPO Offerta<br>globale | Eptaconsors,<br>Rothschild  | Boston   | 3.253,36          | 94,45         | 2,90                      | 3.158,91          | 2.972,66                                     | 186,25                         |   |
| <b>Totale</b>    |         |                     |                |         |  |                        |   |  | <b>4.596,15</b>   | <b>96,66</b>  | <b>2,10</b>               | <b>4.499,48</b>   | <b>4.313,23</b>                              | <b>186,25</b>                  | <b>3.455,40</b>   |
| <b>Anno 1996</b> |         |                     |                |         |  |                        |   |  |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| INA              | 3       | 34,38               | 31,08          | 3,30    |  | Prest.<br>Obb.Conv.    | Schroders,<br>Fox Pitt<br>Kelton  | Goldman<br>Sachs, IMI                              | 1.683,90          | 32,90         | 1,95                      | 1.651,00          | 1.833,36                                     |                                |   |
| IMI              | 3       | 8,07                | 6,94           | 1,13    |  | Cessione ai<br>blocchi | Credit<br>Suisse First<br>Boston  | IMI, SBC<br>Warburg<br>IMI, Credit<br>Suisse First | 258,89            | 4,07          | 1,57                      | 254,82            | 254,82                                       | 0,00                           |   |
| ENI              | 2       | 85,00               | 15,82          | 69,18   |  | Offerta<br>globale     | Rothschild  | Boston   | 4.582,11          | 143,72        | 3,14                      | 4.438,40          | 4.360,93                                     | 77,47                          |   |
| <b>Totale</b>    |         |                     |                |         |  |                        |   |  | <b>6.524,90</b>   | <b>180,69</b> | <b>2,77</b>               | <b>6.344,21</b>   | <b>6.449,10</b>                              | <b>77,47</b>                   | <b>4.116,72</b>   |

Note

A)

B)

| Società          | Tranche | Quota di capitale % |                |         | (2)<br>Valore<br>partecipazione<br>azionaria<br>pubblica | Tipo di<br>transazione  | Contractors  |   | Proventi<br>lordi | (4) Oneri     |                           | Proventi<br>netti | Destinazione<br>proventi                     |                                | (6)<br>Risparmio<br>indotto<br>interessi<br>passivi sul<br>debito |
|------------------|---------|---------------------|----------------|---------|--|---|--|---|-------------------|---------------|---------------------------|-------------------|--|--------------------------------|---|
|                  |         | posseduta           | (1)<br>venduta | residua |  |   | Advisors<br>valutatori   | (3)<br>Global<br>coordinators                       |                   | importo       | % su<br>provento<br>lordo |                   | Amm.<br>Titoli di<br>Stato<br>(cap.<br>4055) | (5)<br>Altro<br>(cap.<br>4056) |   |
| <b>Anno 1997</b> |         |                     |                |         |  |   |  |   |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| S. Paolo TO      |         | 3,36                | 3,36           | 0,00    |  | Offerta<br>globale<br>Procedura<br>competitiva                      | Schroders,<br>Vitale<br>Borghesi   | San Paolo di<br>Torino,<br>Morgan<br>Stanley        | 147,70            | 4,43          | 3,00                      | 143,27            | 143,27                                       | 0,00                           |   |
| B. Napoli        | 1       | 99,00               | 60,00          | 39,00   |  |   | Rothschild   | Rothschild<br>IMI, Credit<br>Suisse First<br>Boston | 31,85             |               |                           | 31,85             | 0,00   | 0,00                           |   |
| ENI              | 3       | 69,14               | 17,60          | 51,54   |  | Offerta<br>globale<br>Offerta<br>globale e<br>trattativa<br>diretta | Rothschild   |   | 6.833,01          | 198,81        | 2,91                      | 6.634,20          | 6.634,20                                     | 0,00                           |   |
| Telecom Italia   | 1       | 31,84               | 28,00          | 3,84    |  |   | Euromobiliare,<br>Morgan<br>Stanley<br>Lehman<br>Brothers, SBC<br>Warburg,<br>Morgan<br>Guaranty<br>Trust of N.Y.<br>- JP Morgan | Mediobanca,<br>Barclays de<br>Zoete Wedd            | 11.817,91         | 288,15        | 2,44                      | 11.529,76         | 11.529,76                                    | 0,00                           |   |
| Seat             |         | 44,74               | 44,74          | 0,00    |  | Procedura<br>competitiva  |  | Lehman<br>Brothers                                  | 853,74            |               |                           | 853,74            | 847,54                                       | 6,20                           |   |
| <b>Totale</b>    |         |                     |                |         |  |   |  |   | <b>19.684,21</b>  | <b>491,39</b> | <b>2,50</b>               | <b>19.192,82</b>  | <b>19.154,77</b>                             | <b>6,20</b>                    | <b>10.013,44</b>  |
| <b>Anno 1998</b> |         |                     |                |         |  |   |  |   |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| ENI              | 4       | 51,16               | 14,21          | 36,95   |  | Offerta<br>globale<br>Offerta<br>globale e<br>trattativa<br>diretta | ABN Amro<br>Rothschild   | IMI, Credit<br>Suisse First<br>Boston               | 6.711,34          | 152,91        | 2,28                      | 6.558,43          | 6.558,43                                     | 0,00                           |   |
| BNL              | 1       | 69,57               | 67,10          | 2,47    |  |   | JP Morgan,<br>Deloitte &<br>Touche   | BNL,<br>Mediobanca,<br>Schroders                    | 3.463,72          | 66,79         | 1,93                      | 3.396,92          | 3.396,92                                     | 0,00                           |   |
| <b>Totale</b>    |         |                     |                |         |  |   |  |   | <b>10.175,06</b>  | <b>219,71</b> | <b>2,16</b>               | <b>9.955,35</b>   | <b>9.955,35</b>                              | <b>0,00</b>                    | <b>4.405,77</b>   |
| <b>Anno 1999</b> |         |                     |                |         |  |   |  |   |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| ENEL             | 1       | 100,00              | 31,74          | 68,26   |  | IPO Offerta<br>globale<br>Adesione<br>OPA                           | Dresdner<br>Kleinwort<br>Benson  | Mediobanca,<br>Merryl Lynch<br>Fox Pitt<br>Kelton   | 16.551,64         | 297,12        | 1,80                      | 16.254,51         | 16.228,69                                    | 25,82                          |   |
| UNIM             |         | 1,19                | 0,94           | 0,25    |  |   | Schroders<br>JP Morgan,<br>Credit Suisse<br>First Boston   |   | 21,61             |               |                           | 21,61             | 21,61  | 0,00                           |   |
| Med. Centrale    |         | 100,00              | 100,00         | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta   |  | -   | 2.036,91          | 20,65         | 1,01                      | 2.016,26          | 2.016,26                                     | 0,00                           |   |
| <b>Totale</b>    |         |                     |                |         |  |   |  |   | <b>18.610,15</b>  | <b>317,77</b> | <b>1,71</b>               | <b>18.292,38</b>  | <b>18.266,56</b>                             | <b>25,82</b>                   | <b>7.069,07</b>   |

C)

D)

E)

| Società           | Tranche | Quota di capitale % |             |         | (2)<br>Valore<br>partecipazione<br>azionaria<br>pubblica | Tipo di<br>transazione      | Contractors                                     |                                       | Proventi<br>lordi | (4) Oneri    |                           | Proventi<br>netti | Destinazione<br>proventi                     |                                | (6)<br>Risparmio<br>indotto<br>interessi<br>passivi sul<br>debito |
|-------------------|---------|---------------------|-------------|---------|--|-----------------------------|---|---------------------------------------|-------------------|--------------|---------------------------|-------------------|--|--------------------------------|---|
|                   |         | posseduta           | (1) venduta | residua |  |                             | Advisors<br>valutatori                          | (3)<br>Global<br>coordinators         |                   | importo      | % su<br>provento<br>lordo |                   | Amm.<br>Titoli di<br>Stato<br>(cap.<br>4055) | (5)<br>Altro<br>(cap.<br>4056) |   |
| <b>Anno 2000</b>  |         |                     |             |         |  |                             |   |                                       |                   |              |                           |                   |  |                                |   |
| CIS               |         | 53,23               | 53,23       | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Rothschild,<br>Gallo & C.                       | -                                     | 21,71             |              |                           | 21,71             | 21,71  | 0,00                           |   |
| Meliorbanca       |         | 7,21                | 7,21        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | KPMG<br>Consulting                              | -                                     | 29,97             |              |                           | 29,97             | 29,97  | 0,00                           |   |
| Med. Lombardo     |         | 3,39                | 3,39        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Rothschild<br>Rothschild,<br>Arthur<br>Andersen | -                                     | 38,69             |              |                           | 38,69             | 38,69  | 0,00                           |   |
| B. Napoli         | 2       | 16,16               | 16,16       | 0,00    |  | Adesione<br>OPA             | MBA   | -                                     | 493,60            |              |                           | 493,60            | 493,60                                       | 0,00                           |   |
| <b>Totale</b>     |         |                     |             |         |  |                             |   |                                       | <b>583,97</b>     |              |                           | <b>583,97</b>     | <b>583,97</b>                                | <b>0,00</b>                    | <b>194,44</b>   |
| <b>Anno 2001</b>  |         |                     |             |         |  |                             |   |                                       |                   |              |                           |                   |  |                                |   |
| ENI               | 5       | 35,33               | 5,00        | 30,33   |  | Accelerated<br>Bookbuilding | ABN Amro<br>Rothschild                          | IMI, Credit<br>Suisse First<br>Boston | 2.720,83          | 21,77        | 0,80                      | 2.699,06          | 2.699,06                                     | 0,00                           |   |
| S. Paolo IMI      |         | 0,35                | 0,35        | 0,00    |  | Cessione sul<br>mercato     | Société<br>Générale                             | IMI                                   | 80,17             | 0,04         | 0,05                      | 80,13             | 54,30  | 25,82                          |   |
| Beni stabili      |         | 0,25                | 0,25        | 0,00    |  | Cessione sul<br>mercato     | Société<br>Générale                             | IMI                                   | 2,31              |              |                           | 2,31              | 2,31   | 0,00                           |   |
| Med. Centrale     |         | 0,30                | 0,30        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Société<br>Générale                             | IMI<br>Société<br>Générale            | 1,57              | 0,41         | 25,79                     | 1,17              | 1,17   | 0,00                           |   |
| BNL               | 2       | 1,31                | 1,31        | 0,00    |  | Cessione sul<br>mercato     | Société<br>Générale                             | IMI                                   | 76,90             | 0,04         | 0,05                      | 76,86             | 76,86  | 0,00                           |   |
| Med. Umbria       |         | 6,86                | 6,86        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Société<br>Générale                             | IMI<br>Société<br>Générale            | 5,94              | 0,01         | 0,15                      | 5,93              | 5,93   | 0,00                           |   |
| <b>Totale</b>     |         |                     |             |         |  |                             |   |                                       | <b>2.887,71</b>   | <b>22,26</b> | <b>0,77</b>               | <b>2.865,45</b>   | <b>2.839,63</b>                              | <b>25,82</b>                   | <b>780,26</b>   |
| <b>Anno 2002</b>  |         |                     |             |         |  |                             |   |                                       |                   |              |                           |                   |  |                                |   |
| Cariverona        |         | 0,01                | 0,01        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Société<br>Générale                             | Société<br>Générale                   | 0,33              |              |                           | 0,32              | 0,32   | 0,00                           |   |
| Mediovenezie      |         | 0,22                | 0,22        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Société<br>Générale                             | Société<br>Générale                   | 0,11              |              |                           | 0,11              | 0,11   | 0,00                           |   |
| Med. Toscana      |         | 6,51                | 6,51        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Société<br>Générale                             | Société<br>Générale                   | 17,75             | 0,03         | 0,15                      | 17,73             | 17,73  | 0,00                           |   |
| INA- Generali     |         | 1,10                | 1,10        | 0,00    |  | Cessione sul<br>mercato     | Société<br>Générale                             | IMI                                   | 76,11             | 0,04         | 0,05                      | 76,07             | 76,07  | 0,00                           |   |
| Med. Fondiario C. |         | 3,39                | 3,39        | 0,00    |  | Trattativa<br>diretta       | Société<br>Générale                             | IMI<br>Société<br>Générale            | 5,62              | 0,01         | 0,15                      | 5,61              | 5,61   | 0,00                           |   |
| Telecom Italia    | 2       | 4,12                | 4,12        | 0,00    |  | Accelerated<br>Bookbuilding | ABN Amro<br>Rothschild                          | Morgan<br>Stanley                     | 1.434,11          | 1,44         | 0,10                      | 1.432,67          | 1.430,77                                     | 1,90                           |   |
| <b>Totale</b>     |         |                     |             |         |  |                             |   |                                       | <b>1.534,02</b>   | <b>1,51</b>  | <b>0,10</b>               | <b>1.532,51</b>   | <b>1.530,61</b>                              | <b>1,90</b>                    | <b>344,80</b>   |

F)

F) G)

F)

F)

F)

F)

F)

F) H)

F)

| Società                      | Tranche | Quota di capitale % |                |               | (2)<br>Valore<br>partecipazione<br>azionaria<br>pubblica | Tipo di<br>transazione                  | Contractors   |                                   | Proventi<br>lordi | (4) Oneri     |                           | Proventi<br>netti | Destinazione<br>proventi                     |                                | (6)<br>Risparmio<br>indotto<br>interessi<br>passivi sul<br>debito |
|------------------------------|---------|---------------------|----------------|---------------|--|---|---|-----------------------------------|-------------------|---------------|---------------------------|-------------------|--|--------------------------------|---|
|                              |         | posseduta           | (1)<br>venduta | residua       |  |   | Advisors<br>valutatori  | (3)<br>Global<br>coordinators     |                   | importo       | % su<br>provento<br>lordo |                   | Amm.<br>Titoli di<br>Stato<br>(cap.<br>4055) | (5)<br>Altro<br>(cap.<br>4056) |   |
| <b>Anno 2003</b>             |         |                     |                |               |  |   |   |                                   |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| Med. FVG<br>ENEL             | 2       | 34,01<br>67,58      | 34,01<br>6,60  | 0,00<br>60,98 |  | Procedura<br>competitiva<br>Bought Deal | Société<br>Générale<br>Lazard                                   | Société<br>Générale<br>-          | 61,25<br>2.172,80 | 0,29<br>0,19  | 0,48<br>0,01              | 60,96<br>2.172,61 | 59,46<br>2.170,11                            | 1,50<br>2,50                   | F)  |
| ETI                          |         | 100,00              | 100,00         | 0,00          |  | Procedura<br>competitiva                | Goldman<br>Sachs, IMI,<br>Deloitte                              | -                                 | 2.325,21          | 10,46         | 0,45                      | 2.314,74          | 2.310,00                                     | 4,74                           |   |
| ENEL                         |         | 60,98               | 10,35          | 50,63         |  | Trasferimento<br>ex lege                | Credit<br>Suisse First<br>Boston,<br>Ernst &<br>Young           | -                                 | 3.156,47          |               |                           | 3.156,47          | 3.156,47                                     | 0,00                           | I)  |
| ENI                          |         | 30,32               | 10,00          | 20,32         | 15.073   | Trasferimento<br>ex lege                | Credit<br>Suisse First<br>Boston,<br>Ernst &<br>Young<br>Credit | -                                 | 5.315,83          |               |                           | 5.315,83          | 5.315,83                                     | 0,00                           | I)  |
| Poste Italiane               |         | 100,00              | 35,00          | 65,00         | 1.892  | Trasferimento<br>ex lege                | Credit<br>Suisse First<br>Boston,<br>Ernst &<br>Young           | -                                 | 2.518,74          |               |                           | 2.518,74          | 2.518,74                                     | 0,00                           | I)  |
| CDP                          |         | 100,00              | 30,00          | 70,00         | 10.049   | Trattativa<br>diretta                   | JP Morgan,<br>Deutsche<br>Bank                                  | JP Morgan                         | 1.050,00          |               |                           | 1.050,00          | 1.050,00                                     | 0,00                           |   |
| <b>Totale</b>                |         |                     |                |               |  |   |   |                                   | <b>16.600,30</b>  | <b>10,95</b>  | <b>0,07</b>               | <b>16.589,35</b>  | <b>16.580,61</b>                             | <b>8,74</b>                    | <b>3.098,14</b>   |
| <b>Anno 2004</b>             |         |                     |                |               |  |   |   |                                   |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| Coopercredito                |         | 14,42               | 14,42          | 0,00          |  | Trattativa<br>diretta                   | Société<br>Générale   | Société<br>Générale               | 15,55             | 0,22          | 1,45                      | 15,32             | 15,32  | 0,00                           | F)  |
| ENEL                         | 3       | 50,36               | 18,87          | 31,49         |  | Offerta globale                         | Lazard  | Mediobanca,<br>Merrill Lynch      | 7.636,00          | 117,52        | 1,54                      | 7.518,48          | 7.500,00                                     | 18,48                          |   |
| <b>Totale</b>                |         |                     |                |               |  |   |   |                                   | <b>7.651,55</b>   | <b>117,74</b> | <b>1,54</b>               | <b>7.533,80</b>   | <b>7.515,32</b>                              | <b>18,48</b>                   | <b>1.170,58</b>   |
| <b>Anno 2005</b>             |         |                     |                |               |  |   |   |                                   |                   |               |                           |                   |  |                                |   |
| Fime                         |         | 71,80               | 71,80          | 0,00          |  | Procedura<br>competitiva                | Deloitte  | -                                 | 4,40              | 0,10          | 2,37                      | 4,30              | 4,30   | 0,00                           |   |
| ENEL<br>Telecom It.<br>Media | 4       | 31,22<br>0,08       | 9,35<br>0,06   | 21,87<br>0,02 | 6.813<br>0,1   | Offerta globale<br>Adesione OPA         | Lazard<br>-   | Mediobanca,<br>Merrill Lynch<br>- | 4.101,00<br>0,87  | 54,88<br>0,87 | 1,34                      | 4.046,12<br>0,87  | 4.020,00<br>0,87                             | 26,12<br>0,00                  |   |
| Alitalia                     |         | 62,32               | 12,42          | 49,90         | 202  | Cessione di<br>diritti opzione          | Merrill<br>Lynch,<br>Rothschild                                 | Deutsche Bank                     | 13,32             | 0,20          | 1,48                      | 13,12             | 10,62  | 2,50                           |   |
| <b>Totale</b>                |         |                     |                |               |  |   |   |                                   | <b>4.119,59</b>   | <b>55,18</b>  | <b>1,34</b>               | <b>4.064,41</b>   | <b>4.035,79</b>                              | <b>28,62</b>                   | <b>511,91</b>   |

| Società           | Tranche | Quota di capitale % |             |         | (2)<br>Valore partecipazione azionaria pubblica | Tipo di transazione         | Contractors         |                           | Proventi lordi   | (4) Oneri       |                     | Proventi netti   | Destinazione proventi            |                       | (6)<br>Risparmio indotto interessi passivi sul debito |
|-------------------|---------|---------------------|-------------|---------|---|-----------------------------|---------------------|---------------------------|------------------|-----------------|---------------------|------------------|----------------------------------|-----------------------|---|
|                   |         | posseduta           | (1) venduta | residua |   |                             | Advisors valutatori | (3) Global coordinators   |                  | importo         | % su provento lordo |                  | Amm. Titoli di Stato (cap. 4055) | (5) Altro (cap. 4056) |   |
| <b>Anno 2008</b>  |         |                     |             |         |   |                             |                     |                           |                  |                 |                     |                  |                                  |                       |   |
| Finmeccanica      |         | 33,72               | 3,52        | 30,20   | 1.369   | Cessione di diritti opzione | CitiGroup           | Mediobanca, Goldman Sachs | 16,97            | 0,02            | 0,10                | 16,95            | 16,93                            | 0,02                  |   |
| <b>Totale</b>     |         |                     |             |         |   |                             |                     |                           | <b>16,97</b>     | <b>0,02</b>     | <b>0,10</b>         | <b>16,95</b>     | <b>16,93</b>                     | <b>0,02</b>           | <b>0,23</b>   |
| <b>Totale MEF</b> |         |                     |             |         |   |                             |                     |                           | <b>96.251,14</b> | <b>1.556,34</b> | <b>1,62</b>         | <b>94.694,80</b> | <b>94.300,72</b>                 | <b>544,59</b>         | <b>38.172,62</b>                                      |

(1) Fonte: Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni. I dati non comprendono l'assegnazione di eventuali Bonus Share (attribuzione gratuita di azioni al pubblico indistinto o ai dipendenti che conservano per un determinato periodo le azioni sottoscritte) relative ad OPV.

(2) Quota di possesso del MEF - per le società non quotate Patrimonio Netto al 31/12/2007, per le quotate valorizzazione al 31/10/2008

(3) Nel caso di cessione mediante trattativa diretta o procedura competitiva, nella colonna è indicata l'istituzione definibile come "intermediario" o "collocatore"

(4) Oneri riconosciuti alla data di chiusura dell'operazione (Fonte: Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni)

(5) Una quota dei "proventi netti" può essere versata al capitolo 4056 per il pagamento di compensi quantificati successivamente alla chiusura dell'operazione anche di altre operazioni. La quota non utilizzata viene successivamente trasferita al capitolo 4055.

(6) Stima sulla base degli importi (indicati nella colonna 13) affluiti annualmente al capitolo 4055 (valuta media 30 giugno) capitalizzati al 31/10/2008, utilizzando per ciascun anno il tasso medio ponderato all'emissione dei titoli di Stato (fonte sito MEF). Per il 2008 è stato utilizzato il tasso 2007, non essendo ancora disponibile il dato 2008. la gestione del Fondo Ammortamento Titoli di Stato è affidata alla Direzione del Debito pubblico che presenta con cadenza annuale apposita Relazione al Parlamento.

A) L'apporto al 4055 è dedotto da Tavola A1 della Relazione sulla gestione del Fondo ammortamento (fonte sito MEF) . Il 4056 è calcolato per differenza.

B) Gli afflussi al cap 4055 sono avvenuti al momento della conversione del prestito convertibile emesso, la tranche in US\$ ha generato maggiori afflussi a causa del cambio lira/US\$ più favorevole rispetto a quello dell'emissione.

C) Come da specifiche previsioni di legge (art 6 DL 497/96) l'introito è stato destinato a copertura perdite del Banco.

D) Il provento include il conguaglio citato nella Relazione al Parlamento ma non quantificato. L'importo è stato calcolato utilizzando i dati della Relazione sull'amministrazione del Fondo ammortamento (fonte sito MEF).

E) La quota residua non era cedibile in quanto vincolata a fronte del Prest. Obb. Conv. INA/UNIM emesso dal Tesoro nel 1996

F) La cessione delle quote di minoranza relative ad 11 partecipazioni bancarie è avvenuta corrispondendo a Società Generale un compenso complessivo pari a € 671.394 relativo all'incarico di consulenza e assistenza a cui si sono sommate commissioni pari allo 0,15% dei proventi sulle trattative dirette.

G) Dopo la cessione totale del 1999 del Mediocredito Centrale, al MEF sono state assegnate ulteriori azioni da concambio per una operazione di fusione per incorporazione nel Mediocredito Centrale del Mediocredito di Roma, del quale il MEF deteneva una quota di minoranza.

H) Cessione di azioni INA pari all'1,1%, che nel corso del mandato sono state parzialmente concambiate in azioni Generali a seguito di fusione

I) Cessione disposta dal D. M. del MEF 5 dicembre 2003, emanato ai sensi dell'art. 5 comma 3, DL n. 269/03

**Tabella 23 - Privatizzazioni effettuate da IRI S.p.A. e da Fintecna S.p.A. al 31 ottobre 2008** (in milioni di euro)

| Società               | Tranche | Quota di capitale % |             |         | Tipo di transazione              | Contractors                    |                                      | Debito ceduto | Proventi lordi  | Oneri        | Proventi netti  |
|-----------------------|---------|---------------------|-------------|---------|----------------------------------|--------------------------------|--------------------------------------|---------------|-----------------|--------------|-----------------|
|                       |         | posseduta           | (1) venduta | residua |                                  | Advisors valutatori            | (2) Global coordinators              |               |                 |              |                 |
| <b>Anno 1993</b>      |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      |               |                 |              |                 |
| Finanziaria Italgel   |         | 62,12               | 62,12       | 0,00    | Procedura competitiva            | Wasserstein Perella, Pasfin    | -                                    |               | 222,65          | 0,95         | 221,71          |
| Finanziaria CBD       |         | 62,12               | 62,12       | 0,00    | Procedura competitiva            | Wasserstein Perella, Pasfin    | -                                    | 0,00          | 160,48          | 0,72         | 159,76          |
| Credito Italiano      |         | 58,09               | 54,80       | 3,29    | Offerta globale                  | Merril Lynch, JP Morgan        | Credito Italiano, Goldman Sachs      | 0,00          | 930,20          | 38,00        | 892,20          |
| B. Roma               |         | n.d.                | 1,92        | n.d.    | Esercizio warrant                | -                              | -                                    | 0,00          | 57,79           | 0,00         | 57,79           |
| Stet                  |         | 52,15               | 0,40        | 51,75   | Esercizio warrant                | -                              | -                                    | 0,00          | 18,90           | 0,00         | 18,90           |
| <b>Totale</b>         |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      | <b>0,00</b>   | <b>1.390,03</b> | <b>39,67</b> | <b>1.350,36</b> |
| <b>Anno 1994</b>      |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      |               |                 |              |                 |
| Banca Comm. Italiana  |         | 54,35               | 51,34       | 3,01    | Offerta globale                  | JP Morgan                      | Comit, Lehman Brothers               | 0,00          | 1.493,18        | 53,95        | 1.439,22        |
| Acciai Speciali Terni |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Trattativa privata               | Barclays de Zoete Wedd, Pasfin | -                                    | 258,23        | 309,87          | 2,49         | 307,39          |
| SME                   |         | 62,12               | 32,00       | 30,12   | Procedura competitiva            | Wasserstein Perella, Sofipa    | -                                    | 0,00          | 373,40          | 1,16         | 372,25          |
| B. Roma               |         | n.d.                | 0,01        | n.d.    | Esercizio warrant                | -                              | -                                    | 0,00          | 4,13            | 0,00         | 4,13            |
| Stet                  |         | n.d.                | 12,76       | n.d.    | Esercizio warrant                | -                              | -                                    | 0,00          | 609,42          | 0,00         | 609,42          |
| <b>Totale</b>         |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      | <b>258,23</b> | <b>2.790,01</b> | <b>57,60</b> | <b>2.732,41</b> |
| <b>Anno 1995</b>      |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      |               |                 |              |                 |
| ILVA Laminati Piani   |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Trattativa privata               | IMI, Pasfin, Samuel Montagu    | -                                    | 774,69        | 1.298,22        | 2,67         | 1.295,55        |
| SME                   | 2       | 30,12               | 14,91       | 15,21   | Adesione OPA                     | Wasserstein Perella, Pasfin    | -                                    | 0,00          | 176,33          | 0,44         | 175,89          |
| Stet                  |         | n.d.                | 0,00        | n.d.    | Esercizio warrant                | -                              | -                                    | 0,00          | 0,10            | 0,00         | 0,10            |
| <b>Totale</b>         |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      | <b>774,69</b> | <b>1.474,65</b> | <b>3,11</b>  | <b>1.471,54</b> |
| <b>Anno 1996</b>      |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      |               |                 |              |                 |
| SME                   | 3       | 15,21               | 15,21       | 0,00    | OPA residuale                    | Wasserstein Perella, Pasfin    | -                                    | 0,00          | 62,44           | 0,02         | 62,42           |
| Finanziaria Autogrill |         | 15,21               | 15,21       | 0,00    | OPA residuale                    | Wasserstein Perella, Pasfin    | -                                    | 0,00          | 60,63           | 0,02         | 60,62           |
| Acciai Speciali Terni |         | -                   | -           | -       | Incasso conguaglio               | -                              | -                                    | 0,00          | 12,39           | 0,00         | 12,39           |
| Stet                  |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Esercizio warrant                | -                              | -                                    | 0,00          | 121,26          | 0,00         | 121,26          |
| <b>Totale</b>         |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      | <b>0,00</b>   | <b>256,73</b>   | <b>0,03</b>  | <b>256,70</b>   |
| <b>Anno 1997</b>      |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      |               |                 |              |                 |
| Banca Comm. Italiana  |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Cessione sul mercato Bonus Share | -                              | -                                    | 0,00          | 24,27           | 0,00         | 24,27           |
| Credito Italiano      |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Cessione sul mercato Bonus Share | -                              | -                                    | 0,00          | 8,73            | 0,00         | 8,73            |
| B. Roma               |         | 36,48               | 14,40       | 22,08   | Offerta globale                  | Rothschild                     | Mediobanca, Schroders, Goldman Sachs | 0,00          | 343,96          | 12,76        | 331,20          |
| <b>Totale</b>         |         |                     |             |         |                                  |                                |                                      | <b>0,00</b>   | <b>376,96</b>   | <b>12,76</b> | <b>364,21</b>   |

| Società                  | Tranche | Quota di capitale % |             |         | Tipo di transazione                  | Contractors                                |   | Debito ceduto   | Proventi lordi   | Oneri         | Proventi netti   |
|--------------------------|---------|---------------------|-------------|---------|--------------------------------------|--|---|-----------------|------------------|---------------|------------------|
|                          |         | posseduta           | (1) venduta | residua |                                      | Advisors valutatori                        | (2) Global coordinators                                     |                 |                  |               |                  |
| <b>Anno 1998</b>         |         |                     |             |         |                                      |  |   |                 |                  |               |                  |
| B. Roma                  |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Conversione Prest. Obbl. Conv.       | -  | -   | 0,00            | 182,15           | 0,00          | 182,15           |
| Alitalia                 |         | 85,05               | 18,38       | 66,67   | Offerta istituzionale                | Rothschild                                 | IMI, Salomon Smith Barney                                   | 0,00            | 406,45           | 8,26          | 398,19           |
| <b>Totale</b>            |         |                     |             |         |                                      |  |   | <b>0,00</b>     | <b>588,61</b>    | <b>8,26</b>   | <b>580,34</b>    |
| <b>Anno 1999</b>         |         |                     |             |         |                                      |  |   |                 |                  |               |                  |
| Aeroporti di Roma        |         | 54,20               | 3,00        | 51,20   | Trasferimento ex lege                | Lehman Brothers                            | -   | 0,00            | 51,90            | 0,00          | 51,90            |
| Autostrade               |         | 86,58               | 82,43       | 4,15    | Offerta globale e trattativa diretta | IMI, Schrodgers, Paribas                   | Comit, Warburg Dillon Read                                  | 1.755,95        | 6.722,20         | 108,00        | 6.614,20         |
| B. Roma                  |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Esercizio warrant                    | -  | -   | 0,00            | 0,57             | 0,00          | 0,57             |
| Stoà                     |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Trattativa privata                   | n.d.                                       | -   | 0,00            | 0,26             | n.d.          | 0,26             |
| <b>Totale</b>            |         |                     |             |         |                                      |  |   | <b>1.755,93</b> | <b>6.774,93</b>  | <b>108,00</b> | <b>6.666,93</b>  |
| <b>Anno 2000</b>         |         |                     |             |         |                                      |  |   |                 |                  |               |                  |
| Finmeccanica             |         | 83,00               | 50,55       | 32,45   | Offerta globale                      | Goldman Sachs, Lehman Brothers             | Mediobanca, Merrill Lynch, Schrodgers, Salomon Smith Barney | 981,27          | 5.504,97         | 102,00        | 5.402,97         |
| Aeroporti di Roma        |         | 51,20               | 51,20       | 0,00    | Procedura competitiva                | Lehman Brothers, AFV Milla, Banca Leonardo | -   | 0,00            | 1.328,12         | 10,00         | 1.318,12         |
| Tirrenia                 |         | 100,00              | 15,00       | 85,00   | Trattativa privata                   | Cofiri                                     | Mediobanca  | 0,00            | 36,15            | 0,00          | 36,15            |
| Finmeccanica             |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Esercizio warrant                    | -  | -   | 0,00            | 179,06           | 0,00          | 179,06           |
| Autostrade               |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Cessione sul mercato Bonus Share     | -  | -   | 0,00            | 3,10             | 0,00          | 3,10             |
| B. Roma                  |         | n.d.                | n.d.        | n.d.    | Conversione Prest. Obbl. Conv        | -  | -   |                 | 450,14           | 7,90          | 442,24           |
| <b>Totale</b>            |         |                     |             |         |                                      |  |   | <b>981,27</b>   | <b>7.501,54</b>  | <b>119,90</b> | <b>7.381,64</b>  |
| <b>Anno 2001</b>         |         |                     |             |         |                                      |  |   |                 |                  |               |                  |
| Cofiri                   |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Procedura competitiva                | Lazard, Arthur Andersen MBA                | -   | 0,00            | 508,30           | 0,15          | 508,14           |
| Sasa                     |         | 73,80               | 73,80       | 0,00    | Procedura competitiva                | Société Générale                           | -   | 0,00            | 0,00             | 0,00          | 0,00             |
| Sasa Vita                |         | 50,00               | 50,00       | 0,00    | Procedura competitiva                | Société Générale                           | -   | 0,00            | 2,58             | 0,41          | 2,17             |
| Iri Management           |         | 51,90               | 51,90       | 0,00    | nd                                   | n.d.                                       | n.d.  |                 | 0,05             | 0,00          | 0,05             |
| <b>Totale</b>            |         |                     |             |         |                                      |  |   | <b>0,00</b>     | <b>510,93</b>    | <b>0,57</b>   | <b>510,36</b>    |
| <b>Totale IRI S.p.A.</b> |         |                     |             |         |                                      |  |   | <b>3.770,13</b> | <b>21.664,39</b> | <b>349,89</b> | <b>21.314,49</b> |

| Società  | Tranche | Quota di capitale % |             |         | Tipo di transazione             | Contractors         |                         | Debito ceduto   | Proventi lordi   | Oneri         | Proventi netti   |
|--|---------|---------------------|-------------|---------|---------------------------------|---------------------|-------------------------|-----------------|------------------|---------------|------------------|
|  |         | posseduta           | (1) venduta | residua |                                 | Advisors valutatori | (2) Global coordinators |                 |                  |               |                  |
| <b>Operazioni effettuate da Fintecna S.p.A.</b>              |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| <b>Anno 2002</b>   |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| Castel Romano  |         | 100,00              | 50,00       | 50,00   | Tratt diretta                   | n.d.                | -                       | 0,00            | 12,91            | 0,57          | 12,34            |
| <b>Anno 2003</b>   |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| Italeco  |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Procedura competitiva           | n.d.                | -                       | 0,00            | 0,60             | 0,24          | 0,36             |
| Nuova Servizi Tecnici  |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Procedura comp. e Tratt diretta | n.d.                | -                       | 0,00            | 1,52             | 0,15          | 1,37             |
| Edindustria  |         | 49,13               | 37,90       | 11,23   | Tratt diretta                   | n.d.                | -                       | 0,00            | 0,33             | 0,00          | 0,33             |
| <b>Anno 2004</b>   |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| Novisi   |         | 100,00              | 50,00       | 50,00   | Tratt diretta                   | n.d.                | -                       | 0,00            | 6,20             | 0,02          | 6,19             |
| <b>Anno 2005</b>   |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| Novisi   |         | 50,00               | 50,00       | 0,00    | Tratt diretta                   | n.d.                | -                       | 0,00            | 7,40             | 0,00          | 7,40             |
| <b>Anno 2007</b>   |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| Veneta Traforo   |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Tratt diretta                   | n.d.                | -                       | 0,00            | 17,00            | 0,00          | 17,00            |
| <b>Totale Fintecna S.p.A. cessioni</b>                       |         |                     |             |         |                                 |                     |                         | <b>0,00</b>     | <b>45,96</b>     | <b>0,97</b>   | <b>44,98</b>     |
| <b>Anni 2002 - 2008</b>                                      |         |                     |             |         |                                 |                     |                         |                 |                  |               |                  |
| Fintecna S.p.A. cessioni rami di azienda e quote minoritarie |         |                     |             |         |                                 |                     |                         | 0,00            | 5,78             | 0,00          | 5,78             |
| Fintecna S.p.A. cessioni immobili e cespiti                  |         |                     |             |         |                                 |                     |                         | 0,00            | 856,40           | 3,34          | 853,07           |
| <b>Totale generale Fintecna S.p.A.</b>                       |         |                     |             |         |                                 |                     |                         | <b>0,00</b>     | <b>908,14</b>    | <b>4,31</b>   | <b>903,83</b>    |
| <b>Totale generale Iri S.p.A. e Fintecna S.p.A.</b>          |         |                     |             |         |                                 |                     |                         | <b>3.770,13</b> | <b>22.572,53</b> | <b>354,21</b> | <b>22.218,32</b> |

(1) Fonte: Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni. I dati non comprendono l'assegnazione di eventuali Bonus Share

(2) Nel caso di cessione mediante trattativa diretta o procedura competitiva, nella colonna è indicata l'istituzione definibile come "intermediario" o "collocatore".

**Tabella 24 - Privatizzazioni effettuate da ENI S.p.A . al 31 ottobre 2008 ( in milioni di euro)**

| Società           | Tranche | Quota di capitale % |             |         | Tipo di transazione   | Contractors                       |                         | Debito ceduto | Proventi lordi  | (3) Oneri   | Proventi netti  |
|-------------------|---------|---------------------|-------------|---------|-----------------------|-----------------------------------|-------------------------|---------------|-----------------|-------------|-----------------|
|                   |         | posseduta           | (1) venduta | residua |                       | Advisors valutatori               | (2) Global coordinators |               |                 |             |                 |
| <b>Anno 1993</b>  |         |                     |             |         |                       |                                   |                         |               |                 |             |                 |
| Nuovo Pignone Spa |         | 100,00              | 100,00      | 0,00    | Procedura competitiva | IMI, UBS, Banca Commerciale Ital. |                         | 195,22        | 361,00          | 2,94        | 358,06          |
| <b>Totale</b>     |         |                     |             |         |                       |                                   |                         | <b>195,22</b> | <b>361,00</b>   | <b>2,94</b> | <b>358,06</b>   |
| <b>Anno 1998</b>  |         |                     |             |         |                       |                                   |                         |               |                 |             |                 |
| Saipem            |         | n.d.                | 18,75       | n.d.    | Offerta Globale       | n.d.                              | n.d.                    |               | 742,50          | n.d.        | 742,50          |
| <b>Totale</b>     |         |                     |             |         |                       |                                   |                         | <b>0,00</b>   | <b>742,50</b>   | <b>0,00</b> | <b>742,50</b>   |
| <b>TOTALE ENI</b> |         |                     |             |         |                       |                                   |                         | <b>195,22</b> | <b>1.103,50</b> | <b>2,94</b> | <b>1.100,56</b> |

(1) Fonte: Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni. I dati non comprendono l'assegnazione di eventuali Bonus Share

(2) Nel caso di cessione mediante trattativa diretta o procedura competitiva, nella colonna è indicata l'istituzione definibile come "intermediario" o "collocatore"

**Tabella 25 - Riepilogo delle privatizzazioni effettuate dalle finanziarie dal Gruppo IRI dal luglio 1992 al 30 novembre 2002 (in milioni di euro)**

| <b>Da luglio '92 al 30/11/2002</b>                             |                             | <b>ALITALIA</b> | <b>FINCANTIERI</b> | <b>FINMARE</b> | <b>FINMECCANICA</b> | <b>FINSIDER</b> | <b>FINTECNA</b> | <b>IRITECNA</b> | <b>MEI</b>     | <b>RAI</b>  | <b>SME</b>   | <b>SOFINPAR</b> | <b>SPI</b>   | <b>STET</b>    | <b>TIRRENIA</b> | <b>Totale</b>   |
|--|-----------------------------|-----------------|--------------------|----------------|---------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-------------|--------------|-----------------|--------------|----------------|-----------------|-----------------|
| <b>1 - Cessioni di quote di controllo</b>                      | <b>Controval.cessioni</b>   | <b>15,5</b>     | <b>183,9</b>       | <b>42,1</b>    | <b>989,7</b>        | <b>0,0</b>      | <b>190,8</b>    | <b>774,1</b>    | <b>0,0</b>     | <b>4,6</b>  | <b>154,0</b> | <b>10,0</b>     | <b>318,0</b> | <b>21,8</b>    | <b>0,1</b>      | <b>2.704,6</b>  |
|  | <b>Indebitam.trasferito</b> | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>         | <b>181,6</b>   | <b>835,0</b>        | <b>0,0</b>      | <b>19,9</b>     | <b>587,5</b>    | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>   | <b>4,4</b>      | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>      | <b>1.628,4</b>  |
|  | <b>Tot.risorse reperite</b> | <b>15,5</b>     | <b>183,9</b>       | <b>223,7</b>   | <b>1.824,7</b>      | <b>0,0</b>      | <b>210,8</b>    | <b>1.361,5</b>  | <b>0,0</b>     | <b>4,6</b>  | <b>154,0</b> | <b>14,4</b>     | <b>318,0</b> | <b>21,8</b>    | <b>0,1</b>      | <b>4.333,0</b>  |
|  | Oneri/Spese cess.           | 0,5             | 2,3                | 3,1            | 1,1                 | 0,0             | 14,9            | 2,5             | 0,0            | 0,4         | 0,0          | 0,1             | 0,0          | 0,0            | 0,0             | 24,7            |
| <b>2 - Cessioni di aziende / rami d'azienda</b>                | <b>Controval.cessioni</b>   | <b>0,0</b>      | <b>8,6</b>         | <b>0,0</b>     | <b>183,5</b>        | <b>0,0</b>      | <b>1,1</b>      | <b>4,7</b>      | <b>0,0</b>     | <b>9,3</b>  | <b>9,3</b>   | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>   | <b>13,2</b>    | <b>0,0</b>      | <b>229,8</b>    |
|  | <b>Indebitam.trasferito</b> | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>         | <b>0,0</b>     | <b>8,9</b>          | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>     | <b>1,4</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>      | <b>10,3</b>     |
|  | <b>Tot.risorse reperite</b> | <b>0,0</b>      | <b>8,6</b>         | <b>0,0</b>     | <b>192,4</b>        | <b>0,0</b>      | <b>1,1</b>      | <b>4,7</b>      | <b>0,0</b>     | <b>10,8</b> | <b>9,3</b>   | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>   | <b>13,2</b>    | <b>0,0</b>      | <b>240,1</b>    |
|  | Oneri/Spese cess.           | 0,0             | 0,4                | 0,0            | 0,9                 | 0,0             | 0,0             | 0,0             | 0,0            | 0,0         | 0,0          | 0,0             | 0,4          | 0,0            | 0,0             | 1,6             |
| <i>Controvalore cessioni Privatizzazioni (1+2)</i>             |                             | <i>15,5</i>     | <i>192,5</i>       | <i>42,1</i>    | <i>1.173,2</i>      | <i>0,0</i>      | <i>191,9</i>    | <i>778,8</i>    | <i>0,0</i>     | <i>14,0</i> | <i>163,3</i> | <i>10,0</i>     | <i>318,0</i> | <i>35,0</i>    | <i>0,1</i>      | <i>2.934,4</i>  |
| <i>Indebit. finanz. netto trasferito Privatizzazioni (1+2)</i> |                             | <i>0,0</i>      | <i>0,0</i>         | <i>181,6</i>   | <i>843,8</i>        | <i>0,0</i>      | <i>19,9</i>     | <i>587,5</i>    | <i>0,0</i>     | <i>1,4</i>  | <i>0,0</i>   | <i>4,4</i>      | <i>0,0</i>   | <i>0,0</i>     | <i>0,0</i>      | <i>1.638,7</i>  |
| <i>Risorse reperite Privatizzazioni (1+2)</i>                  |                             | <i>15,5</i>     | <i>192,5</i>       | <i>223,7</i>   | <i>2.017,1</i>      | <i>0,0</i>      | <i>211,8</i>    | <i>1.366,3</i>  | <i>0,0</i>     | <i>15,4</i> | <i>163,3</i> | <i>14,4</i>     | <i>318,0</i> | <i>35,0</i>    | <i>0,1</i>      | <i>4.573,1</i>  |
| <b>3 - Cessioni di Quote Minoritarie</b>                       | <b>Controval.cessioni</b>   | <b>315,9</b>    | <b>136,0</b>       | <b>10,4</b>    | <b>716,9</b>        | <b>14,6</b>     | <b>53,7</b>     | <b>283,7</b>    | <b>1.816,0</b> | <b>6,9</b>  | <b>0,0</b>   | <b>77,9</b>     | <b>53,2</b>  | <b>1.800,8</b> | <b>2,0</b>      | <b>5.288,0</b>  |
|  | Oneri/Spese cess.           | 3,9             | 1,0                | 0,1            | 3,4                 | 0,0             | 1,9             | 3,0             | 9,8            | 0,1         | 0,0          | 0,0             | 0,0          | 0,0            | 0,0             | 23,1            |
| <b>4 - Cessioni Immobili / Cespiti</b>                         | <b>Controval.cessioni</b>   | <b>0,0</b>      | <b>43,5</b>        | <b>112,9</b>   | <b>195,0</b>        | <b>82,0</b>     | <b>64,3</b>     | <b>214,6</b>    | <b>0,0</b>     | <b>2,4</b>  | <b>0,0</b>   | <b>303,6</b>    | <b>0,0</b>   | <b>5,9</b>     | <b>32,8</b>     | <b>1.057,0</b>  |
|  | Oneri/Spese cess.           | 0,0             | 0,1                | 1,2            | 1,3                 | 0,2             | 0,5             | 0,9             | 0,0            | 0,1         | 0,0          | 0,0             | 0,0          | 0,0            | 1,5             | 5,8             |
| <b>Totale Controvalore cessioni (1+2+3+4)</b>                  |                             | <b>331,5</b>    | <b>372,0</b>       | <b>165,4</b>   | <b>2.085,1</b>      | <b>96,6</b>     | <b>309,9</b>    | <b>1.277,1</b>  | <b>1.816,0</b> | <b>23,2</b> | <b>163,3</b> | <b>391,6</b>    | <b>371,2</b> | <b>1.841,8</b> | <b>34,8</b>     | <b>9.279,4</b>  |
| <b>Totale Indebitam.finanz. netto trasferito (1+2)</b>         |                             | <b>0,0</b>      | <b>0,0</b>         | <b>181,6</b>   | <b>843,8</b>        | <b>0,0</b>      | <b>19,9</b>     | <b>587,5</b>    | <b>0,0</b>     | <b>1,4</b>  | <b>0,0</b>   | <b>4,4</b>      | <b>0,0</b>   | <b>0,0</b>     | <b>0,0</b>      | <b>1.638,7</b>  |
| <b>Totale Risorse reperite (1+2+3+4)</b>                       |                             | <b>331,5</b>    | <b>372,0</b>       | <b>347,0</b>   | <b>2.928,9</b>      | <b>96,6</b>     | <b>329,9</b>    | <b>1.864,6</b>  | <b>1.816,0</b> | <b>24,7</b> | <b>163,3</b> | <b>395,9</b>    | <b>371,2</b> | <b>1.841,8</b> | <b>34,8</b>     | <b>10.918,1</b> |
| <b>Totale Oneri/Spese cessione</b>                             |                             | <b>4,3</b>      | <b>3,8</b>         | <b>4,4</b>     | <b>6,5</b>          | <b>0,2</b>      | <b>17,3</b>     | <b>6,5</b>      | <b>9,8</b>     | <b>0,6</b>  | <b>0,0</b>   | <b>0,1</b>      | <b>0,4</b>   | <b>0,0</b>     | <b>1,5</b>      | <b>55,3</b>     |

**Tabella 26 - Riepilogo delle privatizzazioni effettuate dal Gruppo Fintecna** (in milioni di euro)

| <b>Dal 1°.12.2002<br/>al 31.12.2008</b> | <b>Dati</b>             | <b>ALITALIA<br/>SERVIZI</b> | <b>FINCANTIERI</b> | <b>TIRRENIA</b> | <b>RESIDENZIALE<br/>IMMOBILIARE</b> | <b>SOTEA</b>  | <b>GIARDINO<br/>TIBURTINO</b> | <b>FINTECNA<br/>IMMOBILIARE</b> | <b>PATRIMONIO<br/>DELLO STATO</b> | <b>Totale<br/>società<br/>controllate<br/>(2° livello)</b> |         |
|---|-------------------------|-----------------------------|--------------------|-----------------|-------------------------------------|---------------|-------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|--|---------|
| <b>CESSIONI</b>                         | -di quote di controllo  |                             | 0,500              |                 |                                     |               |                               | 24,541                          |                                   | 25,041   |         |
|   | Oneri/spese             |                             | 0,056              |                 |                                     |               |                               |                                 |                                   | 0,056  |         |
|   | - di quote minoritarie  |                             | 13,824             | 0,024           |                                     |               |                               |                                 |                                   | 13,848   |         |
|   | Oneri/spese             |                             |                    |                 |                                     |               |                               |                                 |                                   |  |         |
|   | -di immobili cespiti    |                             | 0,440              | 11,232          | 86,732                              | 91,161        | 30,200                        | 6,736                           | 366,941                           | 20,863   | 614,305 |
|   | Oneri/spese             |                             |                    | 0,002           | 1,740                               | 0,805         |                               |                                 | 0,160                             | 0,355  | 3,062   |
| <b>TOTALE</b>                           | <b>CONTROVALORE</b>     | <b>0,440</b>                | <b>25,556</b>      | <b>86,756</b>   | <b>91,161</b>                       | <b>30,200</b> | <b>6,736</b>                  | <b>391,482</b>                  | <b>20,863</b>                     | <b>653,194</b>   |         |
|   | <b>ONERI/<br/>SPESE</b> |                             | <b>0,058</b>       | <b>1,740</b>    | <b>0,805</b>                        |               |                               | <b>0,160</b>                    | <b>0,355</b>                      | <b>3,118</b>   |         |

*Dipartimento del tesoro e Bozza Relazione al parlamento settembre 2009.*

**Tabella 27 - Dismissioni effettuate dal Gruppo ENI dal luglio 1992 al 31 dicembre 1998** (in milioni di euro)

| Tipo di cessione   | Dati                            | AGIP   | AGIP<br>PETROLI | ENI    | ENI INT.<br>HOLDING | ENICHEM  | ENI<br>RISORSE | PARMEC | SAIPEM | SNAM   | SNAM<br>PROGETTI | SOGEDIT | TOTALE          |
|--|---------------------------------|--------|-----------------|--------|---------------------|----------|----------------|--------|--------|--------|------------------|---------|-----------------|
| 56 operazioni<br>cessioni di quote di<br>controllo         | corrispettivo (1)               |        | 479,58          | 360,90 |                     | 679,45   | 283,64         | 55,57  | 1,24   | 61,56  |                  | 10,38   | 1.932,32        |
|  | indebitamento<br>trasferito (2) |        | 299,55          | 195,22 |                     | 425,15   | 110,47         | 35,84  | 0,57   |        |                  | -34,34  | 1.032,45        |
|  | incasso (1)+(2)                 |        | 779,13          | 556,12 |                     | 1.104,60 | 394,11         | 91,41  | 1,81   | 61,56  |                  | -23,96  | 2.964,77        |
|  | oneri/spese                     |        | 6,77            | 2,94   |                     | 4,23     | 2,63           | 1,24   |        | 1,50   |                  | 0,15    | 19,47           |
| 42 operazioni<br>cessioni di<br>aziende/rami di<br>aziende | corrispettivo (1)               |        | 35,69           |        |                     | 469,56   | 77,47          |        |        | 15,08  |                  |         | 597,80          |
|  | indebitamento<br>trasferito (2) |        | 25,82           |        |                     | 246,71   |                |        |        |        |                  |         | 272,53          |
|  | incasso (1)+(2)                 |        | 61,51           |        |                     | 716,27   | 77,47          |        |        | 15,08  |                  |         | 870,33          |
|  | oneri/spese                     |        | 2,38            |        |                     | 3,56     | 0,62           |        |        |        | 0,10             |         | 6,66            |
| <b>Totale</b>  | corrispettivo (1)               |        | 515,27          | 360,90 |                     | 1.149,01 | 361,11         | 55,57  | 1,24   | 76,64  |                  | 10,38   | <b>2.530,12</b> |
|  | indebitamento<br>trasferito (2) |        | 325,37          | 195,22 |                     | 671,86   | 110,47         | 35,84  | 0,57   |        |                  | -34,34  | <b>1.304,98</b> |
|  | incasso (1)+(2)                 |        | 840,64          | 556,12 |                     | 1.820,87 | 471,58         | 91,41  | 1,81   | 76,64  |                  | -23,96  | <b>3.835,11</b> |
| 56 operazioni<br>cessioni di quote<br>minoritarie          | corrispettivo/<br>incasso       | 152,77 | 224,35          | 383,47 | 1,39                | 54,12    | 29,90          |        | 16,22  | 21,43  | 0,15             |         | 883,81          |
|  | oneri/spese                     | 0,05   | 1,29            |        | 0,05                | 0,05     | 0,26           |        | 0,46   | 0,10   |                  |         | 2,27            |
| 111 operazioni<br>cessioni di<br>immobili/cespiti          | corrispettivo/<br>incasso       | 210,35 | 211,90          |        |                     | 63,27    | 19,11          | 4,13   | 0,62   | 263,39 |                  |         | 772,78          |
|  | oneri/spese                     | 2,53   | 3,46            |        |                     |          |                |        |        | 0,41   |                  |         | 6,40            |
| Totale corrispettivo                                       |                                 | 363,12 | 951,52          | 744,37 | 1,39                | 1.266,40 | 410,12         | 59,70  | 18,08  | 361,47 | 0,15             | 10,38   | 4.186,71        |
| Totale indebitamento                                       |                                 |        | 325,37          | 195,22 | 0,00                | 671,86   | 110,47         | 35,84  | 0,57   | 0,00   | 0,00             | -34,34  | 1.304,98        |
| Totale incasso   |                                 | 363,12 | 1.276,89        | 939,59 | 1,39                | 1.938,26 | 520,59         | 95,54  | 18,64  | 361,47 | 0,15             | -23,96  | 5.491,70        |
| Totale oneri/spese   |                                 | 2,58   | 13,89           | 2,94   | 0,05                | 7,85     | 3,51           | 1,24   | 0,46   | 2,01   | 0,10             | 0,15    | 34,81           |

Tabella 28 - Dettagli su OPV 2001-2005 (in milioni di euro)

| Data   | Società   | Destinatario offerta        | 1                                    | 2                               |                              |                       |  |   | 3                        |               |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
|--|---|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|------------------------------|-----------------------|--|---|--------------------------|---------------|---|--------------------------|-----------------------|-------------------|--------|--------------|----------------|-----|-----------------|
|  |   |                             | n° Richieste di adesione OPV         | Underpricing e oversubscription |                              |                       |  |   | Allocazione delle Azioni |               |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
|  |   |                             |                                      | a)                              | b)                           | c)                    | d)   | e)  | a)                       | b)            | c)  | d)                       |                       |                   | e)     |              |                |     |                 |
| Underpricing % applicato all'azione emessa sul mercato | Underpricing % implicito da esercizio bonus share | Domanda di azioni (milioni) | Offerta di azioni (m) <sup>(1)</sup> | Oversubscription ratio          | Quota vendita <sup>(1)</sup> | Quota su Tot. Offerta | Bonus share (espressa in % del Capitale Sociale) | Quota % allocata presso il Mercato Retail |                          |               | Quota % allocata presso Investitori Istituzionali |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
|  |   |                             |                                      |                                 |                              |                       |  |   |                          |               |   | di cui Mercato domestico | di cui Mercato estero | di cui Dipendenti | Italia | UK e Irlanda | Resto d'Europa | USA | Resto del Mondo |
| 12/2001  | SNAM RETE GAS (Gruppo Eni)                        | Istituzionale               | n.a.                                 | n.a.                            | n.a.                         | 3.485                 | 616  | 5,66                                      | 31,5%                    | 78,3%         |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
|  |   | Retail                      | 339.819                              | n.a.                            | n.a.                         | (2)                   | 429  | 171                                       | 2,51                     | 8,7%          | 21,7%   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
|  |   | <b>Totale</b>               | <b>339.819</b>                       | <b>n.a.</b>                     | <b>n.a.</b>                  | <b>3.914</b>          | <b>787</b>                                       | <b>4,98</b>                               | <b>40,2%</b>             | <b>100,0%</b> |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
| 06/2004  | TERNA S.P.A (Gruppo Enel)                         | Istituzionale               | n.a.                                 | n.a.                            | n.a.                         | 638                   | 492  | 1,30                                      | 24,6%                    | 49,2%         |   |                          |                       |                   | 30%    | 36%          | 12%            | 15% | 7%              |
|  |   | Retail                      | 208.792                              | n.a.                            | 3,87%                        | 1.379                 | 508  | 2,71                                      | 25,4%                    | 50,8%         | 1,02%   | 100,0%                   | 0%                    | 11,6%             |        |              |                |     |                 |
|  |   | <b>Totale</b>               | <b>208.792</b>                       | <b>n.a.</b>                     | <b>2,00%</b>                 | <b>2.017</b>          | <b>1.000</b>                                     | <b>2,02</b>                               | <b>50,0%</b>             | <b>100,0%</b> |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
| 10/2004  | ENEL 3  | Istituzionale               | 486                                  | 0,30%                           | n.a.                         | 2.227                 | 684  | 3,26                                      | 11,2%                    | 59%           |   |                          |                       |                   | 23%    | 30%          | 19%            | 18% | 10%             |
|  |   | Retail                      | 630.659                              | 0,30%                           | 5,57%                        | 657                   | 466  | 1,41                                      | 7,6%                     | 41%           | 0,45%   | 100,0%                   | 0%                    | 4,3%              |        |              |                |     |                 |
|  |   | <b>Totale</b>               | <b>631.145</b>                       | <b>0,30%</b>                    | <b>2,34%</b>                 | <b>2.884</b>          | <b>1.150</b>                                     | <b>2,51</b>                               | <b>18,9%</b>             | <b>100,0%</b> |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |
| 07/2005  | ENEL 4  | Istituzionale               | 288                                  | 0,69%                           | n.a.                         | 1.079                 | 325  | 3,32                                      | 5,3%                     | 57%           |   |                          |                       |                   | 34%    | 36%          | 12%            | 10% | 8%              |
|  |   | Retail                      | 656.859                              | 2,21%                           | 4,77%                        | 611                   | 250  | 2,45                                      | 4,1%                     | 43%           | 0,20%   | 100,0%                   | 0%                    | 4,5%              |        |              |                |     |                 |
|  |   | <b>Totale</b>               | <b>657.147</b>                       | <b>1,24%</b>                    | <b>2,13%</b>                 | <b>1.690</b>          | <b>575</b>                                       | <b>2,94</b>                               | <b>9,4%</b>              | <b>100,0%</b> |   |                          |                       |                   |        |              |                |     |                 |

(1) Include azioni oggetto di Over Allotment (o greenshoe)

(2) Non disponibile n. bonus share effettivamente assegnate; l'Offerta ha previsto n. 1 bonus share ogni 10 azioni acquistate per pubblico indistinto, Dipendenti ed azionisti, applicabile su di un massimo di 3 lotti minimi (300 azioni).

**Tabella 29 - Dettagli su ABB e BD 2001-2005 - ( in milioni di euro)**

| Anno   | Società  | tipo operazione   | 2                        |                        |   |   |                   | 3              |  |                          |              |                |      |                 |      |      |     |     |     |    |    |
|--|--|-------------------|--------------------------|------------------------|---|---|-------------------|----------------|--|--------------------------|--------------|----------------|------|-----------------|------|------|-----|-----|-----|----|----|
|  |  |                   | n° Richieste di adesione | Underpricing           |   |   |                   | Quota venduta  | Bonus share (espressa in % del Capitale Sociale) | Allocazione delle Azioni |              |                |      |                 |      |      |     |     |     |    |    |
|  |  |                   |                          | a)                     | b)  | c)  | d)                |                |  | e)                       | c)           |                |      | d)              |      |      |     |     |     |    |    |
| Sconto / premio % rispetto a quotazione giorno prima | Sconto / premio % (aggiustato rispetto MIB 30) | Domanda di azioni | Offerta di azioni        | Oversubscription ratio | Quota % allocata presso il Mercato Retail | Quota % allocata presso Investitori Istituzionali (1) | Mercato domestico | Mercato estero | Dipendenti                                       | Italia                   | UK e Irlanda | Resto d'Europa | USA  | Resto del Mondo |      |      |     |     |     |    |    |
| 2001   | ENI 5  | ABB               | 215                      | sconto 1,66% (2)       | sconto 2,16% (3)                          | 509.000.000   | 400.121.444       | 1,27           | 5,00%  | n.a.                     | n.a.         | n.a.           | n.a. | n.a.            | n.a. | n.a. | 46% | 30% | 19% | 5% | 0% |
| 2002   | TI 2 (az. ord.)                                | ABB               | n.d.                     | sconto 4,09%           | sconto 1,55%                              | n.d.  | 182.085.456       | n.d.           | 3,46%  | n.a.                     | n.a.         | n.a.           | n.a. | 5%              | 57%  | 15%  | 14% | 9%  | (4) |    |    |
|  | TI 2 (az. risp.)                               | ABB               | n.d.                     | sconto 0,24%           | premio 2,31%                              | n.d.  | 13.477.353        | n.d.           | 0,66%  | n.a.                     | n.a.         | n.a.           | n.a. | 27%             | 39%  | 6%   | 22% | 7%  | (4) |    |    |
| 2003   | ENEL 2   | BD (Bought deal)  | 7 (5)                    | premio 0,33% (6)       | n.a. (6)                                  | n.a. (7)  | n.a. (7)          | n.a. (7)       | 6,60%  | n.a.                     | n.a.         | n.a.           | n.a. | 6%              | 46%  | 26%  | 20% | 2%  |     |    |    |

(1) Nel caso di ENEL 2 (bought deal) è indicata l'allocazione del ri-collocamento effettuato dall'acquirente (Morgan Stanley) presso investitori istituzionali

(2) Nel caso di ENI 5 è stato considerato il prezzo di riferimento dell'azione del giorno stesso di chiusura dell'operazione (15/02) in quanto la raccolta ordini (avvenuta a Borsa aperta) si è conclusa in serata, dopo la chiusura di borsa.

(3) Aggiustato tenendo conto della variazione dell'indice MIB30 tra il 14 e il 15/02/2001.

(4) Resto del Mondo include Svizzera

(5) In esito ad un processo di selezione, sono state invitate n. 8 primarie istituzioni finanziarie, delle quali n. 7 hanno presentato la propria offerta.

(6) Nel caso di ENEL 2 è stato considerato il prezzo di riferimento del giorno (29/10/03) di conclusione dell'operazione in quanto l'operazione si è conclusa a borsa chiusa con riferimento al prezzo di chiusura del 29/10/2003.

(7) l'intero blocco di n. 6.063.075.189 è stato ceduto all'offerente selezionato (la procedura di gara ha riguardato solo il prezzo); il rapporto tra domanda e offerta è stato per definizione pari a 1.

In relazione alle **Bonus shares assegnate** nelle operazioni di privatizzazione, il Tesoro ha fornito un prospetto dettagliato (Tabella 30), facendo presente che l'assegnazione è consistita nell'attribuzione gratuita di azioni al pubblico indistinto, ai dipendenti e agli utenti dei servizi offerti dall'azienda che hanno conservato per un determinato periodo di tempo le azioni sottoscritte in occasione di OPV. Pertanto, le assegnazioni di *Bonus shares* non determinano alcuna variazione dei proventi, sia lordi che netti, derivanti dalle operazioni cui si riferiscono, riflettendosi soltanto a posteriori sul provento unitario per azione.

Il Tesoro ha inoltre segnalato che, nonostante la marginalità del fenomeno sulle quote cedute (circa l'1% in media del capitale della società interessata), lo strumento delle *Bonus shares* ha avuto un ruolo determinante - specie in occasione delle prime privatizzazioni - per il buon esito delle operazioni stesse, favorendo, tra l'altro, l'incremento della domanda di azioni e la stabilizzazione dei corsi borsistici successivamente al collocamento. Infatti, l'introduzione dello strumento premiante delle *Bonus shares* è servito ad arginare il fenomeno delle vendite massicce ai primi rialzi del prezzo di borsa, a beneficio soprattutto delle operazioni effettuate in più *tranches*. Lo strumento, ampiamente utilizzato in ambito internazionale e rientrante nelle *best practice* delle operazioni di privatizzazione, è servito più in generale a far avvicinare il pubblico al mercato borsistico e al risparmio azionario. In ogni caso, occorre evidenziare come il ricorso allo strumento sia progressivamente diminuito nel tempo, passando dall'assegnazione di una azione ogni 10 azioni per le prime operazioni ad una ogni 20 azioni per le operazioni più recenti, con previsione di un tetto massimo di assegnazione per singolo sottoscrittore.

**Tabella 30 - Riepilogo azioni assegnate con la *bonus share* nelle procedure condotte dal MEF**

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

(1) Fonte: *Relazioni al Parlamento sulle privatizzazioni*. I dati non comprendono l'assegnazione di eventuali *Bonus Share* (attribuzione gratuita di azioni al pubblico indistinto o ai dipendenti che conservano per un determinato periodo le azioni sottoscritte).

Infine, in relazione alla destinazione dei proventi delle operazioni di privatizzazione effettuate da IRI, Fintecna, ed ENI, Il Tesoro ha fatto presente che alle *holding* pubbliche di partecipazioni (e successivamente a FINTECNA) era richiesto di evidenziare l'esito del programma di privatizzazioni, ma non la destinazione dei proventi. Tali proventi sono pertanto compresi nei flussi finanziari generati dalla gestione e, in particolare per quanto attiene all'IRI, sono stati in massima parte destinati a riduzione dello *stock* di indebitamento. D'altra parte, secondo il Tesoro, è evidente che in generale il deconsolidamento dei debiti ceduti agli acquirenti attraverso le operazioni di privatizzazione abbia portato benefici in termini di riduzione del debito consolidato delle *holding* stesse.

Sempre secondo il Tesoro, per quanto riguarda l'imponente piano di privatizzazioni realizzato dall'IRI S.p.A., si può asserire che l'azzeramento del debito

della capogruppo è stato il principale scopo del piano. A tal proposito va evidenziato che la situazione finanziaria dell'IRI, al momento della fusione in Fintecna (fine 2002), presentava disponibilità finanziarie nette per oltre 2 miliardi di euro.

Con riferimento all'impatto sul debito dello Stato delle privatizzazioni effettuate dai Gruppi IRI ed ENI, va considerato che i debiti facenti capo alle *holding* pubbliche, in quanto società per azioni, non erano compresi nel debito dello Stato. L'impatto sul debito pubblico delle privatizzazioni realizzate dalle Società Capogruppo è pertanto collegato solamente alla distribuzione di dividendi e/o di riserve all'azionista Stato.

In proposito, secondo i dati del Tesoro, a partire dal 1999 e fino al 2008, considerate anche le distribuzioni effettuate da FINTECNA dopo il 2002, l'IRI ha riconosciuto allo Stato a vario titolo (acconti di liquidazione, dividendi e distribuzione di riserve) 15,3 miliardi di euro, destinati a riduzione del debito pubblico: direttamente per gli 8,2 miliardi affluiti al Fondo ammortamento del debito, attraverso i due capitoli 4055 e 3330<sup>60</sup>, e indirettamente, per i 7,1 miliardi, che hanno generato coperture al fabbisogno dell'anno: dividendi ordinari ed i due capitoli 5226<sup>61</sup> e 4574<sup>62</sup> (Tabella 30). In precedenza lo Stato non aveva percepito alcuna forma di dividendo dall'IRI.

Per quanto riguarda i dividendi di ENI S.p.A., la società ha sempre distribuito regolarmente dividendi che non erano legati, come nel caso dell'IRI, esclusivamente alla realizzazione del piano di privatizzazioni. In considerazione del controvalore delle privatizzazioni effettuate dall'ENI, pari a circa 1,1 miliardi di euro negli anni 1993-1998, l'apporto dei proventi delle stesse alla distribuzione di dividendi nel periodo considerato e, quindi, al rimborso del debito pubblico, appare relativamente marginale.

---

<sup>60</sup> Cap. 3330: *proventi derivanti da donazioni o da disposizioni testamentarie, dalla vendita di attività mobiliari ed immobiliari confiscate dall'autorità giudiziaria e corrispondenti a somme sottratte illecitamente alla pubblica amministrazione nonché da eventuali assegnazioni da parte del Ministero dell'economia e delle finanze da destinare al Fondo ammortamento dei titoli di Stato.* Su questo capitolo risultano effettivamente versamenti per 1.450 milioni nel 2003, e dovrebbe essere verificato anche l'importo per il 1999 per 1.088 milioni.

<sup>61</sup> Capitolo meccanografico SPR spesa (Sviluppo Economico).

<sup>62</sup> Cap. 4574: *versamento delle risorse finanziarie inerenti agli impegni assunti da Fintecna S.p.A. al fine della realizzazione del collegamento stabile viario e ferroviario fra Sicilia e il continente.* Su questo capitolo risultano effettivamente versamenti per il 2007 per 1.515 milioni, dal 2008 è confluito nel cap. 2368 - *entrate eventuali e diverse del MEF.*

**Tabella 31 – Dividendi IRI/ Fintecna: distribuzione agli azionisti** (in milioni)

| <b>FINTECNA/IRI</b>     | <b>1999</b>    | <b>2000</b>    | <b>2001</b>    | <b>2002</b> | <b>2003</b>    | <b>2004</b> | <b>2005</b>  | <b>2006</b>  | <b>2007</b>    | <b>2008</b>  | <b>TOTALE</b>   |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|-------------|----------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-----------------|
| Dividendi               | 1.549,4        | 3.545,5        | -              | -           | -              | -           | 105,6        | 150,0        | -              | -            | 5.350,6         |
| Distribuzione riserve   | 1.088,2        | -              | -              | -           | 1.449,7        | -           | -            | -            | 1.515,0        | 250,0        | 4.302,9         |
| Acconti di liquidazione | -              | 4.131,7        | 1.549,4        | -           | -              | -           | -            | -            | -              | -            | 5.681,1         |
| <b>TOTALE</b>           | <b>2.637,6</b> | <b>7.677,2</b> | <b>1.549,4</b> | <b>0,0</b>  | <b>1.449,7</b> | <b>0,0</b>  | <b>105,6</b> | <b>150,0</b> | <b>1.515,0</b> | <b>250,0</b> | <b>15.334,6</b> |

| <b>Capitoli di entrata</b> | <b>Ministero economia e finanze</b> |                |                |            |                |            |              |              |                |              |                 |
|----------------------------|-------------------------------------|----------------|----------------|------------|----------------|------------|--------------|--------------|----------------|--------------|-----------------|
| Dividendi ordinari (1)     | 1.549,4                             | 3.545,5        |                |            |                |            | 105,6        | 150,0        |                |              | 5.350,6         |
| 4055 (2)                   |                                     | 4.131,7        | 1.549,4        |            |                |            |              |              |                |              | 5.681,1         |
| 3330 (2)                   | 1.088,2                             |                |                |            | 1.449,7        |            |              |              |                |              | 2.537,9         |
| 5226 (3)                   |                                     |                |                |            |                |            |              |              |                | 250,0        | 250,0           |
| 4574 (4)                   |                                     |                |                |            |                |            |              |              | 1.515,0        |              | 1.515,0         |
| <b>TOTALE</b>              | <b>2.637,6</b>                      | <b>7.677,2</b> | <b>1.549,4</b> | <b>0,0</b> | <b>1.449,7</b> | <b>0,0</b> | <b>105,6</b> | <b>150,0</b> | <b>1.515,0</b> | <b>250,0</b> | <b>15.334,6</b> |

(1) Attualmente contabilizzati nel cap. 2970. Per il 2005 trattasi di un dividendo in natura (azioni Finmeccanica residue post esercizio *Bonus Share*).

(2) Alimentano il Fondo Ammortamento titoli di Stato.

(3) Ex art. 59 DL 112/08 destinato ad aumento di capitale di Finmeccanica.

(4) Attribuzione ex L 286/06 di risorse finanziarie per impegni residui assunti nei confronti di Stretto di Messina SpA, oggetto di scissione a favore Anas.

Fonte: MEF – Dipartimento del tesoro.

## 7.2. Evoluzione delle partecipazioni del Tesoro dal 1992 ad oggi

In sintesi, secondo il *Dpef 2007 - 2011*, che in qualche modo aggiorna il bilancio effettuato nel 2001 dal *Libro bianco sulle privatizzazioni*, le operazioni di privatizzazione nel loro complesso hanno comportato il totale disimpegno dello Stato dal settore bancario, assicurativo, delle telecomunicazioni e dei tabacchi, nonché un consistente ridimensionamento nei settori strategici dell'energia (ENI ed ENEL) e della difesa (Finmeccanica). Vi è stata, inoltre, una significativa riduzione del debito pubblico ed un conseguente risparmio nella spesa per interessi.

Sono risultate rilevanti anche le privatizzazioni realizzate da ENI ed IRI: per l'IRI le operazioni hanno comportato l'azzeramento dell'ingente debito accumulato ed anche la corresponsione al Tesoro di rilevanti risorse in termini di dividendi e riserve.

Rispetto ai primi anni '90, il portafoglio di partecipazioni si è arricchito a seguito del processo di "privatizzazione formale" e dell'acquisizione di partecipazioni ex IRI (Alitalia, RAI e Finmeccanica). Tuttavia si evidenzia anche la presenza di:

- partecipazioni in società quotate di rilevante valore (circa 30 miliardi di euro) attestata su soglie appena superiori a quelle necessarie ad assicurare una qualificata presenza pubblica in settori strategici (energia e difesa);
- partecipazioni che per entità, tipologia del business e peculiarità normative non risultano tali da essere oggetto di privatizzazione: tra queste troviamo SOGEI, l'Agenzia Nazionale per l'Attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d'Impresa (già Sviluppo Italia) e Italia Lavoro. Vi dovrebbero rientrare anche altri soggetti, ed in particolare Equitalia e SOSE (Società per gli studi di settore), che non vengono tuttavia menzionate dal Dipartimento del tesoro;
- realtà caratterizzate da crisi di natura finanziaria e/o economica (FS e ANAS) che non le rendono appetibili per il mercato;
- società con potenziale interesse per il mercato, ma che tuttora sono oggetto di importanti processi di ristrutturazione (Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - IPZS) o che, comunque, necessitano di non facili processi di razionalizzazione e di individuazione di un quadro regolamentare certo.

Per quanto riguarda specificamente l'ex Sviluppo Italia e Italia Lavoro, per le quali sono accluse apposite schede riportate come paragrafi 7.4 e 7.5 di questo capitolo, va evidenziato che, relativamente alla seconda, si tratta chiaramente, in realtà, di un ente strumentale, la cui esistenza si può giustificare solo con la maggiore efficienza che può essere associata al modello organizzativo della s.p.a. rispetto a quello del dipartimento amministrativo. Con riguardo alla prima sembra, invece, maggiormente prevalere la caratteristica del ricorrente tentativo (modello GEPI) di voler affidare ad enti pubblici di incerta natura improbabili funzioni di salvataggio di imprese private in crisi e di promozione di nuove attività imprenditoriali in settori ed ubicazioni in cui si guardano bene dall'avventurarsi gli imprenditori privati. Con inevitabili effetti di pratiche clientelari ed assistenziali e di sprechi. Rischi analoghi sono naturalmente ipotizzabili anche per Italia Lavoro nella misura in cui venisse indotta ad interpretare anch'essa il suo ruolo strumentale in termini di promozione dell'occupazione attraverso la diretta creazione di nuove iniziative imprenditoriali o di salvataggio di attività in crisi.

Va altresì evidenziato come negli ultimi anni siano state compiute operazioni di pubblicizzazione di aziende private - SOGEI e concessionari della riscossione in particolare - che, pur volendole considerare giustificate in ragione della loro strategicità, suscitano in ogni caso perplessità per l'acquisizione totalitaria delle pre-esistenti strutture, con la conseguente internalizzazione anche di attività di produzione che sarebbe stato, invece, preferibile acquistare di volta in volta dal mercato sulla base di procedure competitive.

A proposito di SOGEI S.p.A., il Dipartimento, dopo aver ricordato che è stata acquisita dal MEF – Dipartimento delle finanze nel luglio 2002 attraverso l'acquisto dell'intero pacchetto azionario FINSIEL S.p.A. (Gruppo Telecom Italia) azionista unico della Società, osserva in via preliminare che il decreto legge 30 gennaio 1976, n. 8, convertito dalla legge 27 marzo 1976, n. 60, nel prevedere la possibilità di ricorrere ad una società specializzata per la realizzazione e la conduzione tecnica del Sistema informativo per il funzionamento dell'Anagrafe Tributaria, dispone che "La società affidataria deve essere costituita con prevalente partecipazione statale, anche indiretta. I suoi amministratori e sindaci non possono essere soci di società esercenti imprese produttrici di apparecchiature elettroniche né avere con queste rapporti di lavoro anche autonomo" (art. 3, secondo capoverso). Nello stesso anno fu costituita, da parte di Italsiel (gruppo IRI), la Società Generale d'Informatica S.p.A. alla quale fu affidata l'attività in argomento esercitando la facoltà prevista dalla norma.

SOGEI negli anni novanta, a seguito di un processo di ristrutturazione delle partecipazioni statali nel settore delle telecomunicazioni e dell'informatica, entrò a far parte del gruppo Telecom Italia (direttamente partecipata dal Ministero del Tesoro). Nell'ottobre del 1997 venne attuata la privatizzazione di Telecom Italia; conseguentemente SOGEI, che svolgeva la propria attività in favore dell'Amministrazione fiscale in base ad una concessione scadente nel maggio 2001 (prorogata fino al maggio 2003), risultò essere partecipata interamente da azionisti privati.

Sulla base della ricostruzione degli eventi così come emerge dai resoconti delle audizioni del 10 aprile 2002 del Vice Ministro e del Capo Dipartimento politiche fiscali presso la Commissione Parlamentare di vigilanza sull'anagrafe tributaria, nel 2002 il Ministero dell'economia e delle finanze, anche in base alle previsioni del decreto legge 8/1976, ritenne che il servizio del sistema informativo della fiscalità, con particolare riguardo all'anagrafe tributaria, dovesse qualificarsi compito "essenziale e diretto dello Stato", a motivo dei profili di delicatezza e riservatezza strettamente connessi allo stesso. Si considerò, pertanto, non opportuno che detto servizio venisse svolto da una società a capitale privato.

In ragione di quanto rappresentato, il Ministero, al fine di rimuovere tale criticità, valutò due ipotesi alternative: i) l'acquisizione da FINSIEL, nel frattempo divenuta nuovo azionista della Società, della partecipazione totalitaria o di controllo di SOGEI o ii) l'espletamento di una procedura ad evidenza pubblica per la concessione del servizio di gestione del sistema informativo fiscale.

La seconda ipotesi, sia per le ragioni sopra citate - di evitare che il servizio continuasse ad essere prestato da società private - che per la ristrettezza dei tempi per l'espletamento della gara in vista del termine della concessione (maggio 2003), non fu considerata percorribile. Pertanto fu deciso di condurre la gestione dell'anagrafe tributaria sotto il diretto controllo pubblico attraverso l'acquisizione di SOGEI. In particolare, venne deciso di avviare una trattativa con FINSIEL per l'acquisizione dell'intero pacchetto azionario. Le negoziazioni furono condotte dal Dipartimento delle finanze (già delle politiche fiscali).

Il Ministero ritenne comunque che le attività relative ai servizi accessori, svolte da SOGEI, potessero formare oggetto di esternalizzazione a società private.

Nel prendere atto di questa ricostruzione, va ribadito che le osservazioni della Corte riguardano, come sopra detto, la non convenienza all'acquisizione totalitaria delle pre-esistenti strutture, invece che delle sole componenti strategiche e di governo del sistema, con la conseguente internalizzazione anche di attività di

produzione che sarebbe stato, invece, preferibile acquistare di volta in volta dal mercato sulla base di procedure competitive.

Per altro verso, oltre che sulle difficoltà, sui ritardi e sui risultati in perdita con cui è avvenuta la privatizzazione di Alitalia, solo negli ultimi mesi sono stati fatti progressi nel processo di privatizzazione di Tirrenia, ma non di Fincantieri, di cui pure si continua a riaffermare la volontà di portarlo a termine. A tal proposito, va ribadito che, come precedentemente ricordato, unitamente ad Alitalia, Tirrenia e Fincantieri sono le sole operazioni di privatizzazione effettuate dall'IRI S.p.A che non hanno a suo tempo comportato la perdita del controllo delle società poste in vendita. In altri termini, si tratta di società che non sono mai state contendibili sul mercato.

In occasione del contraddittorio svoltosi in sede di Adunanza per l'esame del presente referto, l'Amministrazione ha affermato che la privatizzazione del Gruppo Tirrenia deriva dalla necessità di ottemperare alla richiesta della Commissione UE in merito alla realizzazione della liberalizzazione del settore cabotaggio marittimo attraverso la messa a concorrenza delle tratte di navigazione.

Come anticipato al precedente paragrafo 3.6, la soluzione della privatizzazione del Gruppo, proposta dalle Autorità italiane come modalità realizzativa della liberalizzazione suddetta, è stata accolta dalla UE. Conseguentemente è stato avviato l'iter normativo per la definizione dell'operazione.

L'articolo 1, commi 998 e 999, della legge 27 dicembre 2006 n. 296 (Finanziaria 2007), ha disposto che, per completare il processo di liberalizzazione del settore del cabotaggio marittimo e di privatizzare le società esercenti i servizi di collegamento ritenuti essenziali, devono essere stipulate nuove convenzioni di esercizio di servizio pubblico (quella esistente, scaduta a fine 2008, era stata prorogata fino a fine 2009), sulla base dei criteri stabiliti dal CIPE, dal Ministro dei trasporti di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze.

La privatizzazione è realizzata applicando la disciplina dell'articolo 1, comma 2 della legge 14 novembre 1995, n. 481, secondo cui "per la privatizzazione dei servizi di pubblica utilità, il Governo definisce i criteri per la privatizzazione di ciascuna impresa e le relative modalità di dismissione e li trasmette al Parlamento ai fini dell'espressione del parere da parte delle competenti Commissioni parlamentari".

In data 13 marzo 2009, a seguito dell'espressione del parere delle Commissioni parlamentari, è stato emanato il DPCM con il quale sono stati definiti le modalità e i termini di realizzazione dell'operazione di privatizzazione del Gruppo Tirrenia, prevedendo l'alienazione della totalità della partecipazione detenuta indirettamente dal Ministero dell'economia e delle finanze in Tirrenia S.p.A. – comprensiva anche delle partecipazioni totalitarie detenute dalla stessa nelle Società marittime regionali – da effettuarsi mediante ricorso a procedura competitiva, trasparente e non discriminatoria, con potenziali acquirenti a norma dell'articolo 1, comma 2, legge 474/1994.

Successivamente all'emanazione del richiamato DPCM, si è manifestato l'interesse, da parte delle Regioni Sardegna, Toscana, Campania e Lazio a rilevare da Tirrenia S.p.A., a titolo gratuito, la proprietà della rispettiva Società regionale di navigazione (Caremar, Toremar e Saremar), provvedendo autonomamente, successivamente al trasferimento, all'avvio di una procedura di privatizzazione del

trasporto di cabotaggio marittimo regionale, nel territorio di competenza, nel rispetto della normativa e delle esigenze di pubblico servizio.

In merito alla tempistica, è in corso di emanazione una norma che consentirà detto trasferimento a titolo gratuito delle Società regionali alle rispettive Regioni.

Entro fine 2009, come è effettivamente avvenuto, sarebbero stati pubblicati i bandi per le privatizzazioni di Tirrenia, comprensiva della partecipazione in Siremar, nonché i bandi regionali per la privatizzazione delle Società regionali.

Per quanto attiene alla privatizzazione di Fincantieri, l'Amministrazione ha fatto presente che l'operazione era stata prevista già nel DPEF 2007, che indicava la realizzazione attraverso una offerta iniziale sul mercato borsistico (IPO), di una quota di minoranza, attraverso un aumento di capitale. L'operazione non è stata realizzata a causa del negativo contesto di mercato che ne ha sconsigliato l'attuazione per non penalizzare il risultato della privatizzazione. Il DPEF 2010-2013 ha confermato la realizzazione dell'operazione stessa mediante una IPO per una quota di partecipazione da definirsi. E' di tutta evidenza - ha concluso l'Amministrazione - che la possibilità di implementare, in concreto, detta operazione non può che essere condizionata dal ripristinarsi di una condizione positiva dei mercati finanziari e dalla verifica del permanere di condizioni industriali della Società in grado di attrarre l'interesse degli investitori. La realizzazione di operazioni in contesti non favorevoli - solo perché "programmate" in sede di DPEF - determinerebbe il fallimento dell'offerta o, quanto meno, l'obbligo per l'offerente di sollecitare i mercati ad un forte sconto sul valore, con conseguente e ovvia distruzione di valore per lo Stato.

Si tratta di considerazioni con le quali non si può non convenire, mentre, per altro verso, non si può non osservare come - nel caso della Tirrenia, ma, come più dettagliatamente si vedrà, anche per il caso di Invitalia e di Italia Lavoro - non possano non suscitare perplessità operazioni di privatizzazione che si risolvano con la cessione del controllo ad altri soggetti pubblici.

Al gennaio 2009 il quadro delle Società direttamente partecipate dal Ministero dell'economia e delle finanze è quello raffigurato nel prospetto che segue. Non risulta ovviamente ancora registrata la minor quota di partecipazione in ENEL a seguito della cessione a CDP dei diritti di opzione per la partecipazione all'aumento di capitale per 8 miliardi intervenuta lo scorso mese di giugno. Né risultano censite le appena costituite SpA di servizi per la Protezione Civile e la Difesa, che, peraltro, non è stato possibile considerare nel contesto di questo referto.

E', invece, riportata la diminuzione della partecipazione in Finmeccanica dal 33,72% al 30,18% a seguito della scelta del Tesoro di limitare la partecipazione all'aumento di capitale intervenuta lo scorso anno, come già anticipato nel precedente paragrafo 3.6. Infatti, per finanziare l'acquisizione dell'americana *DRS Technologies*, nel secondo semestre del 2008 Finmeccanica ha richiesto ai propri azionisti di sottoscrivere un aumento di capitale per un massimo di 1,4 miliardi. L'art. 59 del DL 112/2008, così come modificato dalla successiva legge di conversione n. 133/2008, ha autorizzato il MEF a sottoscrivere azioni di nuova emissione di Finmeccanica per un importo massimo di 250 milioni, con l'obbligo di mantenere in ogni caso una quota di partecipazione non inferiore al 30% del capitale della società. L'aumento effettivo di capitale di Finmeccanica è stato pari a 1.202 milioni ed il MEF ne ha sottoscritto 250 milioni, cedendo i diritti di opzione residui, in conformità con il DPCM 17/10/2008 emanato ai sensi della legge n. 474/1994 e sulla base di una valutazione rilasciata da un valutatore indipendente. La cessione dei diritti non esercitabili è stata effettuata tramite un ABO (*Accelerated*

Book Offer), curato dai *Global Coordinator* dell'aumento di capitale, ed ha consentito al MEF di introitare circa 17 milioni.

A seguito di tale operazione, la quota di partecipazione del MEF in Finmeccanica è scesa, come si è detto, al 30,18%, rispetto al precedente 33,7%: per mantenere invariata la propria partecipazione, il MEF avrebbe dovuto sottoscrivere nuove azioni per 405 milioni e non già per 250 milioni, rinunciando, naturalmente, anche ai 17 milioni dei proventi ottenuti con la cessione dei diritti di opzione non esercitati.

**Ministero dell'economia e delle finanze: Società direttamente partecipate (gennaio 2009)**

|                                    |  |               |                |              |                              |                      |
|------------------------------------|--|---------------|----------------|--------------|------------------------------|----------------------|
|                                    |  | 21,10%        | 20,31%         | 30,18%       |                              |                      |
|                                    |  | Enel          | Eni            | Finmeccanica |                              |                      |
| 100%                               | 49,90%   | 100%          | 100%           | 70%          | 100%                         | 100%                 |
| Agenzia Attr. Invest. Svil.Impresa | Alitalia in a.s.                                       | Anas          | Arcus          | CDP          | Cinecittà Holding            | Coni Servizi         |
| 100%                               | 100%   | 100%          | 90%            | 40%          | 100%                         | 100%                 |
| Consap                             | Consip   | Enav          | Eur            | Expo 2015    | Ferrovie dello Stato         | Fintecna             |
| 100%                               | 100%   | 100%          | 65%            | 99,56%       | 100%                         | 100%                 |
| GSE                                | IPZS   | Italia Lavoro | Poste Italiane | RAI          | Rete Autostrade Mediterranee | SACE                 |
| 100%                               | 55,08%   | 100%          | 100%           | 100%         | 0,1%                         | 0,1%                 |
| Sicot                              | Società per lo Sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione | Sogei         | Sogesid        | Sogin        | Seat                         | Telecom Italia media |

Fonte: MEF - Dipartimento del tesoro.

Dall'elenco delle partecipazioni del MEF al 31 dicembre 2008 e dalla sintesi dell'evoluzione delle principali partecipazioni nel portafoglio del Ministero dal 1992 forniti da Dipartimento del Tesoro I (prospetti B, C e D che seguono) si evidenzia che:

- il MEF detiene ad oggi la partecipazione di maggioranza e/o controllo in 29 società;
- le principali società entrate nel portafoglio, dal 1992 ad oggi, sono state 38, di cui circa la metà derivanti dalla trasformazione di enti in società per azioni;
- le privatizzazioni dell'intera partecipazione, relativamente a quote di maggioranza o controllo, effettuate dal 1994 sono state nove (a fronte di complessive 48 operazioni o tranches di operazioni).

**Prospetto B - MEF: Società direttamente partecipate al 31 dicembre 2008**

| <b>Società</b>  | <b>% partecipazione</b> |
|---|-------------------------|
| Agenzia Nazionale per l'Attrazione degli Investimenti e lo Sviluppo d'Impresa SpA (già Sviluppo Italia SpA) | 100,00                  |
| Alitalia - Linee Aeree Italiane SpA   | 49,90                   |
| ANAS S.p.A.   | 100,00                  |
| ARCUS - Società per lo Sviluppo dell'arte, della cultura e dello Spettacolo S.p.A.                          | 100,00                  |
| Cassa Depositi e Prestiti - CDP S.p.A.  | 70,00                   |
| Cinecittà' Holding S.p.A.   | 100,00                  |
| Coni Servizi S.p.A.   | 100,00                  |
| CONSAP- Concessionaria Servizi Assicurativi Pubblici SpA  | 100,00                  |
| CONSIP S.p.A.   | 100,00                  |
| ENAV S.p.A.   | 100,00                  |
| ENEL S.p.A.   | 21,10                   |
| Eni S.p.A.  | 20,31                   |
| Expo 2015 S.p.A.  | 40,00                   |
| EUR S.p.A .   | 90,00                   |
| Ferrovie dello Stato S.p.A.   | 100,00                  |
| Finmeccanica S.p.A.   | 30,20                   |
| Fintecna S.p.A.   | 100,00                  |
| Gestore dei Servizi Elettrici - GSE S.p.A.  | 100,00                  |
| Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato - IPZS S.p.A.  | 100,00                  |
| Italia Lavoro S.p.A.  | 100,00                  |
| MEFOP - Soc. per lo Sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione S.p.A.  | 55,08                   |
| Poste Italiane S.p.A.   | 65,00                   |
| RAI - Radiotelevisione Italiana S.p.A.  | 99,56                   |
| Rete Autostrade Mediterranee - RAM S.p.A.   | 100,00                  |
| SACE SpA - Servizi Assicurativi del Commercio Estero  | 100,00                  |
| SICOT - Sistemi di Consulenza per il Tesoro S.r.l.  | 100,00                  |
| SOGEI - Società Generale di Informatica S.p.A.  | 100,00                  |
| SOGESID S.p.A.  | 100,00                  |
| SO.G.I.N. - Società gestione Impianti Nucleari S.p.A.   | 100,00                  |

N.B.: altre partecipazioni includono una quota dello 0,1% in Seat S.p.A. e dello 0,1% in Telecom Italia Media.

**Prospetto C - Principali Società entrate nel portafoglio del MEF dal 1992**

|   |
|---|
| <b>a) per trasformazione in Società per azioni</b>      |
| ANAS  |
| CDP   |
| CINECITTA' HOLDING                                      |
| CREDITO INDUSTRIALE SARDO                               |
| ENAV  |
| ENEL  |
| ENI   |
| ETI   |
| EUR   |
| FERROVIE DELLO STATO                                    |
| IMI   |
| INA   |
| IRI   |
| ISTITUTO POLIGRAFICO - IPZS                             |
| MEDIOCREDITO CENTRALE                                   |
| POSTE ITALIANE  |
| SACE  |
| <b>b) per nuova costituzione</b>                        |
| AGENZIA NAZIONALE ATTRAZIONE INVESTIMENTI               |
| ARCUS   |
| CONI SERVIZI  |
| CONSIP  |
| EXPO 2015   |
| ITALIA LAVORO   |
| MEFOP- SVILUPPO MERCATO FONDI PENSIONE                  |
| SOGESID   |
| <b>c) per scissione di società partecipata</b>          |
| CONSAP  |
| GSE   |
| SOGIN   |
| <b>d) per liquidazione IRI</b>                          |
| ALITALIA  |
| FINMECCANICA  |
| RAI   |
| FINTECNA  |
| <b>e) per acquisizione da IRI <sup>(1)</sup></b>        |
| TELECOM ITALIA  |
| SEAT  |
| <b>f) per specifiche disposizioni di legge</b>          |
| BNL (L. 333/92)   |
| BANCO DI NAPOLI (L. 588/96)                             |
| RAM - RETE AUTOSTRADE MEDITERRANEE (DL 248/07)          |
| SOGEI - SOCIETA' GENERALE DI INFORMATICA <sup>(2)</sup> |

(1) Per consentire all'IRI di disporre in tempi brevi delle risorse derivanti dalla privatizzazione della Stet (poi Telecom e Seat) il Governo decise il trasferimento della partecipazione al Tesoro che avrebbe poi provveduto alla cessione. La cessione prevedeva il versamento immediato di un acconto, un successivo conguaglio a seguito di valutazione e la corresponsione dell'eventuale maggior valore derivante dalla dismissione (al netto dei costi sostenuti dal Ministero).

(2) Già di proprietà del Ministero delle Finanze, il DL112/08 ha assegnato al Dipartimento del Tesoro la gestione della partecipazione.

**Prospetto D- Principali società uscite dal portafoglio del MEF dal 1992**

|  |
|--|
| <b>a) privatizzazione dell'intera partecipazione (maggioranza o controllo)</b> |
| IMI  |
| INA  |
| BANCO DI NAPOLI  |
| TELECOM ITALIA   |
| SEAT   |
| BNL  |
| MEDIOCREDITO CENTRALE  |
| CREDITO INDUSTRIALE SARDO  |
| ETI  |
| <b>b) liquidazione o amministrazione straordinaria</b>                         |
| IRI  |
| ALITALIA   |

### 7.3. I contenuti delle Relazioni al Parlamento

Nella prima relazione risalente al 1996, con riferimento al biennio 1994-95, gli elementi informativi sono:

a) per ciascuna delle operazioni direttamente gestite dal Tesoro nel corso del biennio 1994 - 1995:

- incassi lordi,
- oneri relativi ad attività complementari e strumentali svolte da terzi,
- commissioni di collocamento,
- provento netto affluito al capitolo di entrata 4055 destinato al finanziamento del fondo di ammortamento del debito pubblico,
- risorse destinate al finanziamento di oneri connessi al complesso delle operazioni di privatizzazioni, versate al capitolo di entrata 4056,
- soggetti di cui si è avvalso il Tesoro per: assistenza e consulenza, valutazione delle azioni dismesse, guida del consorzio di collocamento, *advisor*.

b) per le operazioni gestite dalle società partecipate dal Tesoro vengono forniti dati aggregati relativi ai gruppi IRI ed ENI:

- incassi della società capogruppo e delle privatizzazioni di "secondo livello",
- debiti deconsolidati verso il sistema bancario,
- oneri complessivamente sostenuti nel periodo di riferimento della relazione.

Per le cessioni del gruppo IRI (riferite al periodo luglio 1992 – giugno 1995) separatamente per quelle relative alle quote di controllo, per le cessioni di aziende e rami di aziende e per quelle di quote minoritarie, vengono fornite informazioni su:

- società ceduta, quota azionaria e numero azioni possedute,
- acquirente,
- incasso,
- indebitamento finanziario netto trasferito all'acquirente,
- oneri e spese di cessione sostenute per consulenti, valutatori, legali, revisori, ecc.,
- forme e modalità di pagamento

I suddetti elementi informativi vengono esplicitati per IRI, per Alitalia, Fincantieri, Finmare, Finmeccanica, Finsider "in liquidazione", Fintecna, Ilva "in liquidazione", IRItecnica "in liquidazione", MEI, RAI, SME, Sofinpar, Spi, Stet.

Per le sole operazioni dell'IRI (circa l'84% in termini di incassi) sono presenti ulteriori elementi relativi ai possessi azionari ante cessione, alla struttura dell'offerta, all'elenco nominativo dei consulenti, con il dettaglio della funzione ricoperta e della spesa sostenuta per ciascuno di loro.

Per il gruppo ENI (periodo settembre 1992 - giugno 1995), distintamente per le cessioni di partecipazioni che hanno determinato la perdita del controllo e per quelle di altri beni rientranti nel programma di dismissioni del gruppo, vengono forniti per ciascuna società caposettore<sup>63</sup> i dati relativi alle società oggetto della cessione, all'incasso totale (risultante dalla somma del corrispettivo e del debito) e dei compensi per i consulenti che, tuttavia, non vengono elencati nominativamente.

La procedura di vendita sarebbe stata definita tenendo conto delle indicazioni della Consob e del Cipe, e sarebbe stata basata:

---

<sup>63</sup> Agip petroli, ENI, Enichem, Enirisorse, Parsec, Saipem, Snam, Snam progetti, Altre società.

- sull'omogeneità dei comportamenti nei confronti del mercato. A tal fine l'intero processo era indirizzato e coordinato dall'ENI;
- sull'affidamento a primari consulenti finanziari, nazionali ed internazionali, dell'espletamento delle diverse fasi del programma di dismissioni: definizione della procedura, valutazione dei beni, ricerca dei potenziali acquirenti;
- sulla circostanza che le offerte finali venissero richieste sulla base di un contratto di compravendita predisposto dal venditore, solo eccezionalmente modificato dal potenziale acquirente.

In relazione alle modalità di pagamento, le eventuali dilazioni concesse erano gravate da interessi, a tassi correnti di mercato, ed assistite da adeguate garanzie.

#### La seconda relazione del gennaio 1997

a) Per le operazioni direttamente gestite dal Tesoro svolte nel corso del 1996 vengono indicati i consulenti, le tecniche di vendita, l'esito delle offerte, l'incasso lordo, le spese per consulenti, tasse sui contratti di borsa.

La relazione riferisce anche sulla particolare modalità di privatizzazione relativa all'emissione di titoli di Stato convertibili in azioni dell'INA con scadenza giugno 2001. Vengono forniti i seguenti elementi:

- l'ammontare dell'emissione è stato fissato in un quantitativo di titoli corrispondente, alla conversione, a circa la metà del valore delle azioni di proprietà del Tesoro, limitatamente alla quota disponibile;
- il diritto di conversione in azioni non era negoziabile in via autonoma rispetto al titolo stesso e, pertanto, il trasferimento del diritto di conversione avveniva solo con la cessione del valore mobiliare;
- gli incassi lordi della vendita corrispondono agli importi nominali in valuta delle due tranche del prestito, determinate con decreto del Ministro del Tesoro del 20 giugno 1996. L'incasso al netto delle commissioni è stato pari a 1.652 milioni di euro ed è affluito al capitolo di entrata 5100 - "ricavo netto delle emissioni di titoli del debito pubblico e dei prestiti interni ed internazionali";
- a seguito dell'esercizio del diritto di conversione le somme corrispondenti al valore nominale dei titoli convertiti sarebbero state versate, con cadenza semestrale, al capitolo 4055, e quindi destinati all'ammortamento del debito pubblico;
- indicazione dei consulenti e dei componenti del sindacato di collocamento, per una spesa di 206 mila euro.

La relazione riferisce infine sulla cessione da parte della CONSAP, partecipata al 100% dal Tesoro, della totalità della partecipazione detenuta nella Nuova Tirrena, pari al 91,14% del capitale sociale. L'operazione è avvenuta mediante trattativa diretta per un ricavo lordo di 283 milioni di euro, con gli intermediari: IMI (advisor), Arthur Andersen e KPMG Peat Marwick (valutatori). I compensi sono ammontati a 971 mila euro e le altre spese a 439 mila euro.

b) Operazioni realizzate dal Gruppo IRI, luglio 1995 – giugno 1996: hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Sono dettagliati, per ciascuna operazione sia dell'IRI che delle singole finanziarie del gruppo, i dati relativi a:

- società ceduta, quota azionaria,
- acquirente,
- incasso,
- indebitamento finanziario netto trasferito all'acquirente,

- oneri e spese di cessione complessivamente sostenute,
- forme e modalità di pagamento.

c) Operazioni realizzate dal Gruppo ENI, luglio 1995 – giugno 1996 per 450 milioni di euro, di cui 47 milioni relativi al deconsolidamento di debiti verso il sistema bancario.

Distintamente per le cessioni di partecipazioni che hanno determinato la perdita del controllo e per quelle di altri beni rientranti nel programma di dismissioni del gruppo, vengono forniti per ciascuna società caposettore<sup>64</sup> i dati relativi alle società oggetto della cessione, all'incasso totale (risultante dalla somma del corrispettivo e del debito) e dei compensi per i consulenti.

#### La terza relazione datata luglio 1997

a) Nel corso del I semestre 1997 il Tesoro ha direttamente gestito tre operazioni. Una di queste è relativa alla vendita di una quota del pacchetto azionario (60% del capitale ordinario) detenuto nel Banco di Napoli, i cui incassi netti, pari a 31,8 milioni di euro, sono stati versati al capitolo di entrata 4053 – "ricavo dell'alienazione di titoli di proprietà dello Stato" – per essere poi destinati, ai sensi dell'art. 6 del dl 497/96, alla copertura delle eventuali perdite del Banco di Napoli per gli interventi a favore della società cessionaria dei crediti anomali della banca stessa<sup>65</sup>. In particolare, il Ministro del Tesoro, con decreto del 14 ottobre 1996, ha deliberato di procedere<sup>66</sup> alla vendita mediante procedura competitiva, ed ha delineato le caratteristiche procedurali. L'incarico di consulenza e assistenza è stato conferito alla Rothschild Italia S.p.a., per un compenso di 532 mila euro, la cui copertura sarebbe avvenuta con i fondi versati sul capitolo 4056.

Per le altre due operazioni vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti ed i componenti del sindacato di collocamento, gli introiti ed i costi dell'operazione.

Inoltre, ai sensi del decreto del Ministro del Tesoro del 16 dicembre 1996<sup>67</sup>, era previsto che le somme accreditate al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato potessero essere impiegate per corrispondere all'IRI il corrispettivo per l'acquisizione da parte del Tesoro del pacchetto azionario detenuto nella STET, acquisizione avvenuta il 20 dicembre 1996. Il 27 dicembre dello stesso anno è stata erogata all'IRI una prima tranche per 1.549 milioni di euro, e nel primo semestre del 1997 sono state pagate altre due tranche per complessivi 4.390 milioni di euro.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel secondo semestre 1996, sia dall'IRI che dalle *holding* settoriali (privatizzazioni di secondo livello), hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Sono dettagliati, per ciascuna operazione, sia dell'IRI che delle singole finanziarie del gruppo, i dati relativi a:

- società ceduta, quota azionaria,
- acquirente,
- incasso,
- indebitamento finanziario netto trasferito all'acquirente,

<sup>64</sup> Agip, Agip petroli, Enichem, Enirisorse, Saipem, Snam.

<sup>65</sup> Inoltre veniva specificato che le somme non utilizzate venissero versate al Fondo per le aree depresse, di cui all'art. 19 del decreto legislativo n. 96 del 3 aprile 1993.

<sup>66</sup> Ai sensi dell'art. 5 del DL 497/96 convertito dalla legge n. 588 del 19 novembre 1996 "disposizioni urgenti per il risanamento, la ristrutturazione e la privatizzazione del Banco di Napoli"

<sup>67</sup> Il decreto è stato emesso ai sensi dell'art. 4 c. 1. della legge n. 432 del 27 ottobre 1993 (come modificato dall'art. 2, c. 182 della legge n. 662 del 23 dicembre 1996). L'art. 4 c. 1 modificato prevede che "i conferimenti al Fondo sono impiegati ... nonché per l'acquisto di partecipazioni azionarie possedute da società delle quali il Tesoro sia unico azionista, ai fini della loro dismissione o nel rimborso dei titoli che vengono a scadere a decorrere dall'1 gennaio 1995".

- oneri e spese di cessione complessivamente sostenute,
- forme e modalità di pagamento

c) Operazioni realizzate dal Gruppo ENI nel secondo semestre 1996.

Distintamente per le cessioni di partecipazioni che hanno determinato la perdita del controllo e per quelle di altri beni rientranti nel programma di dismissioni del gruppo, vengono forniti per ciascuna società caposettore<sup>68</sup> i dati relativi alle società oggetto della cessione, all'incasso totale (risultante dalla somma del corrispettivo e del debito) e, ma non sempre, dei compensi per i consulenti.

#### La quarta relazione del giugno 1998

a) Nel corso del secondo semestre 1997 il Tesoro ha effettuato due operazioni, una delle quali relativa alla vendita del pacchetto azionario detenuto nella Telecom Italia S.p.A. (derivante dalla fusione per incorporazione di Telecom Italia in STET). In proposito il decreto del Ministro del Tesoro del 16 dicembre 1996 (nota 7) ha, fra l'altro, stabilito la corresponsione all'IRI dell'eventuale maggiore importo derivante dalla dismissione della partecipazione azionaria trasferita e dall'eventuale dismissione separata di rami aziendali del gruppo STET, rispetto al valore della partecipazione stessa determinato dal pool di valutatori.

Per la corresponsione all'IRI del corrispettivo per l'acquisizione da parte del Tesoro del pacchetto azionario detenuto nella STET, nel dicembre 2007 è stato effettuato un ulteriore pagamento per 2.582 milioni di euro.

Per entrambe le operazioni vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti ed i componenti del sindacato di collocamento, gli introiti ed i costi dell'operazione.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel primo semestre 1997, sia dall'Istituto che dalle *holding* settoriali (privatizzazioni di secondo livello), hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Sono dettagliati, per ciascuna operazione, sia dell'IRI che delle singole finanziarie del gruppo, i dati relativi a:

- società ceduta, quota azionaria,
- acquirente,
- incasso,
- indebitamento finanziario netto trasferito all'acquirente,
- oneri e spese di cessione complessivamente sostenute,
- forme e modalità di pagamento

c) Operazioni realizzate dal Gruppo ENI nel primo semestre 1997.

Distintamente per le cessioni di partecipazioni che hanno determinato la perdita del controllo e per quelle di aziende e rami di azienda, vengono forniti per ciascuna società caposettore<sup>69</sup> i dati relativi alle società oggetto della cessione, all'incasso totale (risultante dalla somma del corrispettivo e del debito) e, ma non sempre, delle spese complessive.

In relazione alla complessa operazione Telecom e Seat, condotta nel 1997, il Tesoro ha precisato che le quote detenute dall'IRI nelle due società sono state trasferite al Ministero del Tesoro (ai sensi del DPCM 6 dicembre 1996) a fronte della corresponsione di un corrispettivo provvisorio, poi soggetto a conguaglio, sostanzialmente, ma non esattamente, coincidente con l'introito netto derivante dalla successiva operazione di cessione condotta dal Tesoro (il controvalore lordo per IRI riportato nelle Relazione Giugno 1998, è: Seat 1.643 e Telecom 22.880 miliardi di lire). Conseguentemente la "privatizzazione" vera e propria (i cui proventi sono stati versati ai consueti capitoli 4055 e 4056) è stata condotta dal Tesoro.

<sup>68</sup> Agip, Agip petroli, ENI, Enichem, Enirisorse, Saipem, Snam, Snamprogetti, Parmec.

<sup>69</sup> Agip, Agip petroli, ENI, Enichem, Enirisorse, Saipem, Snam, Snamprogetti, Parmec, Sogedit.

#### La quinta relazione del luglio 1999

a) Nel corso del 1998 il Tesoro ha effettuato due operazioni ed ha inoltre incassato 5,4 milioni di euro quale conguaglio relativo ai proventi della cessione SEAT effettuata nel 1997. L'importo è stato versato al capitolo 4055. Se si aggiunge a tale importo quanto incassato nel 1997, i proventi lordi della cessione SEAT ammontano complessivamente a 853,7 milioni di euro. Per entrambe le operazioni vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti ed i componenti del sindacato di collocamento, gli introiti ed i costi dell'operazione.

In relazione all'esercizio del diritto di conversione di titoli del Tesoro in azioni dell'INA, nel 1996 il Ministero aveva proceduto all'emissione di titoli obbligazionari del Tesoro convertibili in azioni dell'INA (PENs), con scadenza giugno 2001. Nel corso del 1998 è stato convertito un certo ammontare di titoli obbligazionari del Tesoro portando così il Tesoro a possedere il 13,27% del capitale sociale, di cui il 12,16% vincolato fino al 28 giugno 2001 per l'esercizio del diritto di conversione. Nel corso del 1998, a seguito dell'accertamento semestrale dei titoli obbligazionari ancora in circolazione, sono state versati 569,8 milioni di euro al capitolo 4055, corrispondenti al valore nominale dei titoli convertiti in azioni INA nel periodo dicembre 1997 - giugno 1998.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel primo semestre 1998, sia dall'IRI che dalle *holding* settoriali (privatizzazioni di secondo livello), hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Sono dettagliati, per ciascuna operazione, sia dell'IRI che delle singole finanziarie del gruppo, i dati relativi a:

- società ceduta, quota azionaria,
- acquirente,
- incasso,
- indebitamento finanziario netto trasferito all'acquirente e deconsolidato con riferimento alla data di sottoscrizione del contratto di cessione,
- oneri e spese di cessione complessivamente sostenute
- forme e modalità di pagamento

c) Operazioni realizzate dal Gruppo ENI nel primo semestre 1998.

Distintamente per le cessioni di partecipazioni che hanno determinato la perdita del controllo e per quelle di aziende e rami di azienda, vengono forniti per ciascuna società caposettore<sup>70</sup> i dati relativi alle società oggetto della cessione, all'incasso totale (risultante dalla somma del corrispettivo e del debito) e delle spese complessive (non sempre).

#### La sesta relazione del giugno 2000

a) Nel corso del 1999 il Tesoro ha effettuato due operazioni. Per entrambe vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti ed i componenti del sindacato di collocamento, gli introiti ed i costi dell'operazione.

Nel giugno 1996 il Tesoro aveva proceduto all'emissione di titoli obbligazionari convertibili in azioni INA (PENs), con scadenza al 28 giugno 2001. Nel corso del 1999 è stato convertito un ammontare di titoli obbligazionari del Tesoro corrispondente a 474.730.400 azioni INA. A seguito delle suddette conversioni, al 31 dicembre 1999 il Tesoro possedeva 55.955.195 azioni dell'INA, pari all'1,39% del capitale sociale, di cui 11.848.978 vincolate fino al 28 giugno 2001 per l'esercizio del diritto di conversione. Nel corso del 1998 e del 1999, a seguito dell'accertamento semestrale dei titoli obbligazionari ancora in circolazione, sono state versate al capitolo 4055 dell'entrata, per poi affluire al Fondo, 629,5 milioni di

---

<sup>70</sup>Agip petroli, ENI, Enichem, Enirisorse, Saipem, Snam,

euro corrispondenti al valore nominale dei titoli convertiti in azioni INA nel periodo 30 giugno 1998 – 30 giugno 1999.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel secondo semestre 1998 e nel primo semestre 1999, sia dall'IRI che dalle *holding* settoriali (privatizzazioni di secondo livello), hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Sono dettagliati, per ciascuna operazione, sia dell'IRI che delle singole finanziarie del gruppo, i dati relativi a:

- società ceduta, quota azionaria,
- acquirente,
- incasso,
- indebitamento finanziario netto trasferito all'acquirente,
- oneri e spese di cessione complessivamente sostenute (non sempre)
- forme e modalità di pagamento

c) Operazioni realizzate dal Gruppo ENI nel secondo semestre 1998, con le quali il Gruppo ENI ha concluso il processo di dismissioni avviato alla fine del 1992. Distintamente per le cessioni di partecipazioni che hanno determinato la perdita del controllo e per quelle di aziende e rami di azienda, vengono forniti per ciascuna società caposettore<sup>71</sup> i dati relativi alle società oggetto della cessione, all'incasso totale (risultante dalla somma del corrispettivo e del debito) e, ma non sempre, delle spese complessive.

#### La settima relazione dell'agosto 2002

a) Nel corso del 2000 e del primo semestre del 2001 il Tesoro ha effettuato diverse operazioni per le quali vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti, gli introiti ed i costi dell'operazione.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel periodo da luglio 1999 al dicembre 2000, sia dall'IRI che dalle *holding* settoriali, hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Diversamente dalle precedenti relazioni, i dati forniti sono aggregati per tipologia di operazione, con la sola indicazione degli incassi.

Viene rilevato che il ridotto volume di dismissioni realizzato nel periodo dalle società controllate dall'IRI è da ricondurre essenzialmente al consistente ridimensionamento del perimetro societario del Gruppo, connesso all'ormai concluso processo di privatizzazioni, nonché al progressivo completamento del processo di focalizzazione delle aziende partecipate sul proprio *core-business*.

#### L'ottava relazione di settembre 2002

a) Nel corso del secondo semestre del 2001 il Tesoro ha effettuato tre operazioni per le quali vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti e le relative commissioni, gli introiti.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel corso del 2001, sia dall'IRI che dalle *holding* settoriali hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo e/o rami di azienda, compreso l'indebitamento trasferito, che di quote di minoranza. Come già per la precedente relazione, i dati forniti sono aggregati per tipologia di operazione, con la sola indicazione: degli oneri, degli incassi e delle forme e modalità di pagamento.

#### La nona relazione di 2002

---

<sup>71</sup>Agip petroli, Enichem, Enirisorse, Snam,

a) Nel corso del primo semestre del 2002 il Tesoro ha effettuato diverse operazioni per le quali vengono esplicitate la tecnica di vendita, i consulenti e le relative commissioni, gli introiti.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel corso del primo semestre 2002, derivanti unicamente da cessioni realizzate dalle *holding* settoriali hanno riguardato cessioni sia di quote di controllo che di quote di minoranza. Anche in questo caso i dati forniti sono aggregati per società finanziaria e per tipologia di operazione, con la sola indicazione: degli oneri (non sempre), degli incassi e delle forme e modalità di pagamento.

#### La decima relazione di aprile 2003

a) Nel corso del secondo semestre del 2002 il Tesoro ha effettuato un'unica operazione che è stata realizzata con la tecnica di vendita *accelerated bookbuilding offer*. Vengono indicati i consulenti e le relative commissioni, e gli introiti.

b) Le operazioni realizzate dal Gruppo IRI nel periodo 1 luglio – 30 novembre 2002, derivanti unicamente da cessioni realizzate dalle *holding* settoriali, hanno riguardato esclusivamente alienazioni di immobili e cespiti

Il 30 novembre 2002 l'IRI, in liquidazione dal 27 giugno 2000, è stato cancellato dal Registro delle imprese per effetto della fusione per incorporazione nella Fintecna, società in precedenza posseduta al 100% dallo stesso IRI, che avrebbe dovuto proseguire il programma di privatizzazioni.

#### L'undicesima relazione di luglio 2004

a) Nel corso del 2003 il Tesoro ha effettuato una serie di rilevanti operazioni tra cui: Eti, ENEL e Cdp. I dati sono relativi alla quota di capitale ceduta, agli introiti al lordo ed al netto di commissioni e consulenze. Sono indicati gli *advisor*, i consulenti legali, collocatori e valutatori (per Cdp).

In relazione alla questione del personale ex ETI S.p.A. in esubero ricollocato presso la Pubblica Amministrazione successivamente alla cessione della partecipazione del MEF nella società, il Tesoro ha specificato che il fenomeno ha avuto durata e dimensione limitate ed è avvenuto ai sensi dell'art. 4, comma 4, del D.Lgs. del 9 luglio del 1998, n. 283 (Istituzione dell'Ente tabacchi italiani)<sup>72</sup> che prevedeva la facoltà del personale ETI in esubero, già dipendente dell'AAMS, di optare per la permanenza nella Pubblica Amministrazione. In particolare, dalle relazioni semestrali presentate al MEF da Britannica Italiana Tabacchi, acquirente di ETI, ai sensi del contratto di compravendita azionaria, risulta un numero complessivo pari a 250 addetti riassorbiti nella P.A. nei tre anni successivi alla privatizzazione relativi al periodo 23 dicembre 2003 – 23 dicembre 2006 (data di scadenza dell'obbligo di presentare le relazioni semestrali ai sensi del contratto).

b) le dimissioni realizzate dalla Fintecna tra novembre 2002 e dicembre 2003 per le privatizzazioni (cessioni di controllo e cessioni di rami di azienda) hanno interessato solo Fintecna, mentre le cessioni di minoranza sono state anche di II livello.

I dati sono riferiti al controvalore delle cessioni, all'indebitamento trasferito, agli oneri e spese sostenuti per le singole operazioni, ma non sono indicati i consulenti.

---

<sup>72</sup> "Il personale trasferito all'Ente e alle società per azioni in cui quest'ultimo viene trasformato ai sensi dell'articolo 1, comma 6, che risultasse in esubero a seguito di ristrutturazioni aziendali eventualmente verificatesi anche nei nove anni successivi alla data di trasformazione dell'ente in società per azioni, ha diritto di essere riammesso, su domanda da presentare entro sessanta giorni dalla comunicazione di esubero, nei ruoli dell'amministrazione finanziaria (...)".

#### La dodicesima relazione a maggio 2005

a) Nel corso del 2004 il Tesoro ha effettuato due operazioni, di cui la principale relativa all'Enel. I dati sono relativi alla quota di capitale ceduta, agli introiti al lordo ed al netto di commissioni e consulenze. Sono indicati gli advisor, i consulenti legali, collocatori e valutatori.

b) le dismissioni realizzate da Fintecna nel corso del 2004 per le privatizzazioni (cessioni di controllo) hanno interessato sia Fintecna che quelle di II livello, mentre le cessioni di minoranza sono state solo di II livello.

I dati sono riferiti al controvalore delle cessioni, all'indebitamento trasferito, agli oneri e spese sostenuti per le singole operazioni, ma non sono indicati i consulenti.

#### La tredicesima relazione di dicembre 2005

a) Nel corso del I semestre 2005 il Tesoro ha effettuato due operazioni, di cui la principale relativa all'Enel. I dati sono relativi alla quota di capitale ceduta, agli introiti al lordo ed al netto di commissioni e consulenze. Sono indicati gli advisor, i consulenti legali, collocatori e valutatori.

b) le dismissioni realizzate da Fintecna nel corso del I semestre 2005: si è trattato di cessioni di controllo e di minoranza di Fintecna.

I dati sono riferiti al controvalore delle cessioni, all'indebitamento trasferito, agli oneri e spese sostenuti per le singole operazioni, ma non sono indicati i consulenti.

#### La quattordicesima relazione di giugno 2006

a) Nel corso del II semestre 2005 il Tesoro ha effettuato due operazioni, di cui la principale relativa all'Alitalia. I dati sono relativi alla quota di capitale ceduta, agli introiti al lordo ed al netto di commissioni e consulenze. Sono indicati gli advisor, i consulenti legali, collocatori e valutatori.

b) le dismissioni realizzate da Fintecna nel corso del II semestre 2005: si è trattato solo di cessioni di quote di minoranza di Fintecna e di II livello.

I dati sono riferiti al controvalore delle cessioni, agli oneri e spese sostenuti per le singole operazioni, ma non sono indicati i consulenti.

#### La quindicesima relazione a maggio 2007

La relazione – con riferimento al 2006 - è riferita alle sole cessioni di immobili e cespiti di Fintecna; il Tesoro non ha effettuato operazioni di dismissioni di partecipazioni direttamente detenute.

#### La sedicesima relazione di settembre 2009<sup>73</sup>

La relazione – con riferimento agli anni 2007 – 2008 riguarda le cessioni del MEF e del Gruppo Fintecna.

Nel corso del 2007 il Tesoro non ha condotto alcuna operazione di dismissione di partecipazioni direttamente detenute, mentre nel 2008 ha ceduto una quota di diritti di opzione nell'ambito dell'aumento di capitale di Finmeccanica, che ha generato un introito lordo complessivo pari a 16,97 milioni.

Le operazioni realizzate dal Gruppo Fintecna sono da ricondurre essenzialmente al processo di ridimensionamento del perimetro societario del Gruppo, nonché alla progressiva focalizzazione sul proprio *core-business* da parte delle aziende partecipate.

---

<sup>73</sup> Fornita in bozza dal Dipartimento del Tesoro.

#### 7.4. L'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa

L'Agenzia, precedentemente denominata *Sviluppo Italia*, è interamente posseduta dal Ministero dell'economia e delle finanze. La sua configurazione giuridica non è quella di ente pubblico di gestione, bensì di società per azioni iscritta nell'elenco degli intermediari finanziari ex articolo 107 del Testo Unico bancario.

*Sviluppo Italia S.p.A.* è stata costituita il 26 gennaio 1999, ai sensi del d.lgs. 9 gennaio 1999 n. 1, successivamente integrato dal d.lgs. n. 3/2000, con il compito di svolgere funzioni di coordinamento, riordino, indirizzo e controllo delle attività di promozione dello sviluppo industriale e dell'occupazione nelle aree depresse del Paese, nonché di attrazione degli investimenti.

Alla Società è stato assegnato il compito di provvedere al riordino e all'accorpamento delle attività e delle strutture delle società *SPI*, *ITAINVEST*, *IG - Società per l'imprenditoria giovanile*, *INSUD*, *RIBS*, *ENISUD74*, *FINAGRA* e le quote dell'associazione *IPI75*, operazione concretizzatasi con la fusione per incorporazione di detti organismi all'interno di *Sviluppo Italia* nel giugno del 2000.

A seguito dell'operazione di fusione, la Società è subentrata nella gestione di tutti gli interventi che precedentemente erano di competenza delle varie società in essa confluite:

- incentivi in favore dell'autoimprenditorialità ed autoimpiego precedentemente gestiti dalla *IG* (confluiti nel d.lgs. 185/00);
- incentivi nel settore siderurgico e la promozione e lo sviluppo di attività imprenditoriali della *SPI* (legge 181/1989);
- agevolazioni al settore turistico della *INSUD*;
- attività finanziarie di *ITAINVEST*;
- interventi nel settore agro-alimentare di *RIBS* e *Finagra*.

Le attività svolte da *Sviluppo Italia* sono disciplinate da norme specifiche con relativa copertura finanziaria a carico dello Stato e riguardano principalmente:

- le provvidenze per gli investimenti realizzati per il rilancio di aree industriali (legge 181/99);
- la valutazione delle iniziative imprenditoriali relative ai contratti di programma (Decreto Ministro sviluppo economico di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze del 24 gennaio 2008);
- auto imprenditorialità e lavoro autonomo (dl 185/2000) a supporto di nuove iniziative imprenditoriali e di lavoro autonomo localizzate nelle aree deboli del Paese;
- interventi di private equity, realizzati anche attraverso fondi di investimento, a supporto di iniziative imprenditoriali.

I principali compiti assegnati alla Società, relativamente a quelli ereditati dalle società in essa confluite e a quelli assegnati successivamente, sono, pertanto, indirizzati allo sviluppo del tessuto imprenditoriale a supporto della nascita e/o lo sviluppo di imprese e sono così sintetizzabili:

- promozione di attività produttive e attrazione degli investimenti;
- promozione di iniziative occupazionali e nuova imprenditorialità;

---

<sup>74</sup>Per quanto riguarda *ENISUD*, si ricorda che inizialmente, la direttiva del 26 gennaio 1999 prevedeva l'eventuale acquisizione della società da parte di *Sviluppo Italia*, successivamente peraltro alla valutazione della convenienza economica. Non è stato dato, tuttavia, ulteriore seguito alla suddetta acquisizione.

<sup>75</sup> Con DM 12/12/2000 l'*IPI* torna in possesso delle quote che erano state precedentemente trasferite a *Sviluppo Italia*.

- supporto alle amministrazioni pubbliche centrali e locali per la programmazione finanziaria e la progettualità dello sviluppo;
- consulenza in materia di gestione degli incentivi nazionali e comunitari, con particolare riferimento al Mezzogiorno ed alle altre aree sottoutilizzate del Paese.

La legge finanziaria per il 2007 (n. 296/2006) ha introdotto all'articolo 1, commi 459-464, una serie di disposizioni volte ad un complessivo riassetto di *Sviluppo Italia*, da attuarsi mediante un piano di riordino e di dismissione delle partecipazioni societarie detenute nei settori non strategici e di cessione delle società regionali sulla base dei contenuti e dei termini fissati con direttiva del Ministero dello sviluppo economico. La stessa legge ha ulteriormente evidenziato il ruolo strumentale dell'Agenzia rispetto al perseguimento delle politiche governative, determinandone l'assoggettamento ad un rapporto di c.d. "in house" e prevedendo un piano di riordino e dismissione delle partecipazioni ritenute non strategiche e, quindi, non coerenti con la nuova "Mission" della società. Tale piano di riordino e dismissione è stato approvato con decreto del Ministero dello sviluppo economico il 31 luglio 2007.

Le caratteristiche del piano di dismissione sono le seguenti:

- la riduzione delle società controllate a non più di tre;
- la cessione, anche tramite una società veicolo, delle partecipazioni di minoranza acquisite;
- per le società regionali, d'intesa con le regioni interessate, la cessione anche gratuita delle partecipazioni a queste o ad altre amministrazioni pubbliche.

La Finanziaria 2007 ha previsto inoltre, al comma 460, la modifica della denominazione della società in *Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A. (INVITALIA)*, e contestualmente ha attribuito al Ministro dello sviluppo economico una serie di poteri, quali:

- la definizione, con apposite direttive, delle priorità e degli obiettivi della società e l'approvazione delle linee generali di organizzazione interna, nonché del documento previsionale di gestione ed eventuali aggiornamenti; in riferimento è stata emanata in data 27 marzo 2007 la direttiva del MISE recante "Priorità di obiettivi per l'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa nonché indirizzi per il piano di riordino e dismissione delle partecipazioni societarie e per la riorganizzazione interna dell'Agenzia";
- l'approvazione, d'intesa con il Ministro dell'economia e delle finanze, dello statuto della società;
- l'individuazione, con decreto, degli atti di gestione ordinaria e straordinaria della Società e delle sue controllate dirette ed indirette, che necessitano della preventiva approvazione ministeriale ai fini della efficacia e validità.

Con decreto del Ministro dello sviluppo economico del 18 settembre 2007, successivamente modificato ed integrato dal decreto 21 dicembre 2007, è stato disposto che l'Agenzia e, per il suo tramite, le controllate dirette ed indirette, inclusa la Società veicolo - ossia la società alla quale, in base al piano di riordino, dovevano essere trasferite le partecipazioni industriali di minoranza non strategiche da dismettere - sottopongono all'approvazione preventiva del Dipartimento per le politiche di sviluppo e di coesione del Ministero gli atti di gestione rilevanti, quali gli affidamenti da parte di altre amministrazioni di altre attività di importi rilevanti, la costituzione di nuove società, le acquisizioni di partecipazioni in società o cessioni di partecipazioni ed altre operazioni societarie non comprese nel Piano di riordino e dismissione.

Dovranno inoltre essere sottoposti all'approvazione preventiva del Ministro dello sviluppo economico gli atti di carattere gestionale, quali la designazione e la

revoca di amministratori e liquidatori, le proposte di modifica significative degli statuti delle società e tutti gli altri atti per i quali il Piano di riordino e dismissione e il decreto ministeriale di approvazione del Piano di riordino e dismissione prevedano la preventiva approvazione.

Sempre la Finanziaria 2007 ha previsto inoltre, al comma 464, che i diritti dell'azionista sono mantenuti in capo al Ministero dell'economia e finanze, d'intesa con il Ministero dello sviluppo economico, e quindi viene soppressa l'intesa con il Ministro per le politiche agricole in quanto le agevolazioni al settore agro alimentare, precedentemente gestite da *Sviluppo Italia*, sono state attribuite ad altro soggetto.

La direttiva del Ministro dello sviluppo economico del 27 marzo 2007 stabilisce che l'azione dell'*Agenzia* dovrà essere diretta, con particolare riferimento al Mezzogiorno, a conseguire le seguenti priorità:

- a. favorire l'attrazione degli investimenti esteri di elevata qualità, in grado di dare un contributo allo sviluppo del sistema economico e produttivo nazionale;
- b. sviluppare l'innovazione e la competitività industriale e imprenditoriale nei sistemi produttivi e nei sistemi territoriali;
- c. promuovere la competitività e le potenzialità attrattive dei territori.

La stessa direttiva precisa che attualmente le misure agevolative gestite dall'*Agenzia* sono le seguenti:

- incentivi in favore dell'autoimprenditorialità e autoimpiego (d.lgs. 185/2000);
- nuovi contratti di programma, disciplinati dai decreti ministeriali 24 gennaio 2008 e 2 maggio 2008. Viene precisato in merito che, in base a quanto previsto dall'art. 43 del D.L. 112/08 convertito dalla legge 133/08, i contratti di programma saranno sostituiti da una nuova forma agevolativa, i cd. contratti di sviluppo, gestiti dall'*Agenzia*, operativi con l'entrata in vigore del decreto di attuazione;
- interventi di reindustrializzazione nelle aree di crisi industriale (legge n. 181/1989).

Dall'insieme di queste norme e disposizioni emerge come, fino alla riforma avviata a seguito delle innovazioni introdotte dalla Finanziaria 2007, *Sviluppo Italia* rispondeva ad un modello di ente pubblico che sembra chiaramente evocare, a scala ridotta, quello delle partecipazioni statali nella loro ultima fase, quella in cui ne risultò evidente l'impraticabilità organizzativa ed economico-finanziaria, aprendo la strada al successivo processo di privatizzazione. La stessa Amministrazione, infatti, riconosce che *Sviluppo Italia* "si era progressivamente allontanata dalla sua missione originaria, o almeno l'aveva interpretata con modalità peculiari".

La Finanziaria 2007 ha peraltro innovato rispetto a tale modello, sia per il più elevato grado di dipendenza dal Ministero controllante (rapporto *in house*), sia perché per le imprese finanziate e partecipate dall'*Agenzia* è prevista la partecipazione solo temporanea e minoritaria da parte della medesima *Agenzia*, che, contrariamente a quanto accadeva per il sistema delle partecipazioni statali, non interviene nella gestione aziendale, ma esercita un controllo per la verifica dell'andamento dell'investimento finanziato.

A riprova dei sostanziali cambiamenti intervenuti il MISvE ha fornito una serie di elementi informativi che evidenziano come, a seguito dell'avvio a realizzazione del piano di riordino e dismissione del 31 luglio 2007, *Invitalia* sia stata interessata da una profonda trasformazione, che ha richiesto un'opera di "civilizzazione", prima ancora che di razionalizzazione e ristrutturazione.

Nel marzo 2007 *Sviluppo Italia* era un conglomerato di partecipazioni stratificate nel corso degli anni, in alcuni casi anche in contrasto con la missione di "promozione delle aree deboli". Nel dettaglio si trattava di:

1. 216 società partecipate;
2. 15 *Società di scopo* controllate (1° livello);
3. 33 società controllate dalle controllate di 1° livello (2° livello);
4. 17 Società operanti a livello regionale;
5. 1.717 dipendenti;
6. 492 Consiglieri di Amministrazione senza deleghe, con un costo di 6 milioni all'anno;
7. 17 funzioni in testa alla Capogruppo;
8. 55% dei ricavi della Capogruppo assorbiti dai costi esterni.

La legge di riordino ha definito tre "missioni" per la società: a) gestione delle agevolazioni per l'imprenditoria dai prestiti di onore per le piccole e medie imprese ai contratti di programma; b) sviluppo e promozione della competitività per il sistema imprese; c) attrazione degli investimenti dall'estero.

Ha inoltre previsto:

1. la riconduzione delle funzioni a sole tre società controllate, più una *bad company* (Invitalia Partecipazioni);
2. la liquidazione delle società regionali ed il trasferimento delle relative funzioni direttamente alle Amministrazioni regionali,
3. la riduzione a tre del numero dei Consiglieri di Amministrazione della Capogruppo.

Secondo quanto riferito dall'Amministrazione, il piano di riordino e dismissione è stato in larga parte attuato: i consiglieri di amministrazione sono passati da 492 a 9; i dipendenti si sono ridotti da 1.717 a 1.050 attraverso: a) incentivi all'esodo, b) eliminazione dei contratti a tempo determinato, c) dirottamento presso le società cedute. Era prevista la riduzione entro il 2009 degli addetti di altre 210 unità, a seguito della cessione delle due società regionali di appartenenza.

Per quanto riguarda le società:

1. sono state escluse dal perimetro 128 partecipazioni societarie: 80 sono state cedute, mentre per 48 sono in corso procedure liquidatorie. Nel perimetro del gruppo permangono 10 partecipazioni in società considerate "strategiche" ai sensi del piano di riordino, cioè strumentali al perseguimento della nuova missione (nel turismo, nella logistica e nell'innovazione tecnologica);
2. esistono poi 18 società le cui partecipazioni, detenute ai sensi della legge 181/89, non sono attualmente cedibili e in particolare: a) 16 operative, nelle quali la presenza di INVITALIA e le modalità di dismissione della partecipazione sono regolate da appositi accordi parasociali ed i cui impegni complessivi ammontano a circa 188 milioni, con un'occupazione complessiva prevista a regime di 1.665 addetti (di cui 1.363 di nuova occupazione); b) 2 nelle quali la presenza di INVITALIA non è più regolata da accordi che ne prevedano esplicitamente le modalità di *way - out*;
3. le altre 60 partecipazioni sono state già vendute o avviate alla liquidazione o cessione, anche tramite la già ricordata società veicolo denominata Invitalia Partecipazioni e costituita per lo specifico fine: ce ne sono tuttora 28 in liquidazione e 33 residue, per un valore di 30 milioni;

4. delle 17 società regionali: 7 sono state cedute alle Amministrazioni regionali, ai sensi della predetta legge di riordino, 7 sono state poste in liquidazione e per le restanti 3 sono in corso le procedure di cessione, anche se sussistono difficoltà per le società da trasferire alle Regioni Campania e Calabria (per quella calabrese si tratta di 155 posti di lavoro).

Relativamente alle 15 Società di Scopo controllate, si sta operando per il loro accorpamento nelle 3 *Newco* previste dal Piano di riordino e costituite nel dicembre 2007:

- **Invitalia Reti:** sta riunendo SIAP (Sviluppo Italia Aree Produttive), SIE (Sviluppo Italia Engineering), Infratel ed Innovazione Italia. Si occupa di reti infrastrutturali, materiali ed immateriali, finalizzate ad innalzare la competitività dei territori;
- **Svi Finance:** in cui stanno confluendo Sviluppo Italia Factor, Garanzia Italia e Strategia Italia. Si occupa di acquisire sul mercato capitali incrementali da convogliare verso nuove opportunità di investimento;
- **Newco Progetti:** identificata in Italia Navigando, dedicata al turismo integrato in sinergia con Italia Turismo (che è stata rafforzata nell'azione di sviluppo del settore), a partire dalla realizzazione della rete dei porti turistici.

Come risultato di questo processo di ristrutturazione, la Capogruppo si presenta oggi con caratteristiche molto diverse da quelle del marzo 2007:

1. solo l'8% dei ricavi è ora assorbito dai costi esterni, rispetto al 55% di partenza;
2. il fatturato, in precedenza pari a 120 milioni, è sceso a 70 milioni;
3. le funzioni aziendali sono state ridotte da 17 a 5;
4. i Consiglieri di Amministrazione sono solo 3.

L'Agenzia evidenzia anche i risultati ottenuti per quanto attiene alle sue funzioni in materia di contratti di programma e di concessione di agevolazioni: l'attesa per l'approvazione del finanziamento di un contratto di programma, che era mediamente pari a 492 giorni, è oggi scesa a 180 e l'Agenzia si è posta l'obiettivo di arrivare a 20 giorni.

**Per quanto riguarda l'istruttoria, l'attuazione ed il monitoraggio delle misure agevolative** (nei settori della produzione di beni e servizi alle imprese, dei servizi, dell'agricoltura e della promozione di cooperative industriali per l'incentivazione e l'ampliamento della base produttiva ed occupazionale, e lo sviluppo dell'autoimprenditorialità<sup>76</sup>) nel 2008:

- sono pervenute all'Agenzia 107 nuove domande;
- sono state valutate 216 domande, delle quali 35 sono state ammesse ad agevolazione;
- i soci totali delle nuove imprese sono 102, con un'occupazione prevista a regime pari a 535 unità.

**In relazione alle misure per l'incentivazione dell'autoimpiego<sup>77</sup>** (*lavoro autonomo, microimpresa e franchising*, che costituiscono lo strumento principale di sostegno per la realizzazione di attività imprenditoriali da parte dei

---

<sup>76</sup> Decreto legislativo n. 285/2000 *incentivi all'autoimprenditorialità e all'autoimpiego, in attuazione dell'articolo 45, comma 1, della legge 17 maggio 1999, n. 144*, Titolo I - incentivi in favore dell'autoimprenditorialità.

<sup>77</sup> Decreto legislativo n. 285/2000 *incentivi all'autoimprenditorialità e all'autoimpiego, in attuazione dell'articolo 45, comma 1, della legge 17 maggio 1999, n. 144*, Titolo II - incentivi in favore dell'autoimpiego.

disoccupati o delle persone in cerca di prima occupazione), sono pervenute all'Agenzia 7.377 domande di auto impiego, di cui: 4.294 relative alla misura *lavoro autonomo*, 2.898 alla *microimpresa* e 185 per il *franchising*. A seguito dell'attività di valutazione sono state ammesse 5.071 iniziative (56,2% del totale), con un impatto occupazionale stimato in 11.426 nuove unità lavorative; 515 domande sono state valutate come non accoglibili (5,7%) e 3438 non sono state ammesse (38,1%).

In relazione all'attrazione degli investimenti esteri, funzione estremamente complessa, per il momento c'è un collegamento presso le Ambasciate italiane.

L'Amministrazione sottolinea come con il passaggio da Sviluppo Italia ad Invitalia si sia inteso superare i precedenti modelli di gestione delle partecipazioni statali e di salvataggio di imprese in crisi. Come si è già visto, infatti, per le imprese finanziate e partecipate dall'Agenzia è prevista la partecipazione temporanea e minoritaria da parte della stessa che, tuttavia, non interviene nella gestione aziendale (come accadeva nel sistema delle partecipazioni statali), ma esercita un controllo per la verifica dell'andamento dell'investimento finanziato. La stessa Amministrazione evidenzia anche come l'Agenzia operi nelle aree e nei settori coerenti col disegno di politica di coesione e sviluppo elaborato dalla Commissione Europea per indurre gli operatori ad investire nelle aree svantaggiate dei Paesi membri.

La riforma introdotta con la *Finanziaria 2007* ha tuttavia enfatizzato anche il ruolo strumentale dell'Agenzia rispetto al perseguimento delle politiche governative, con il suo assoggettamento ad un rapporto *in house*. Gli interventi dell'Agenzia sono disciplinati da specifici provvedimenti legislativi e le agevolazioni vengono concesse con procedure certificate e con criteri di selezione e valutazione istruttoria.

L'Agenzia è di proprietà del MEF, ma l'Amministrazione di riferimento è il Ministero dello sviluppo economico (cui è stato trasferito il Dipartimento delle politiche di coesione, in precedenza incardinato nel MEF). Questa dualità fa sì che ci siano alcune sovrapposizioni tra le funzioni dell'Agenzia e quelle svolte da alcuni enti gestiti dal MEF. Né ad oggi è chiaro se e come l'istituenda *Banca del Sud*, che dovrebbe raccogliere ed impiegare fondi per le aree in ritardo di sviluppo, opererà in sinergia con le funzioni dell'Agenzia.

Mentre appare poco credibile che un modello di rapporto *in house* possa "ibernare" l'Agenzia rispetto al rischio dei condizionamenti politici, non si comprende neppure quale ruolo strategico possa svolgere un soggetto di dimensioni estremamente limitato, tuttora alle prese con un coacervo di eredità fallimentari e che vede peraltro anche decurtati i propri fondi di dotazione, posto che la *Finanziaria 2008* ne ha utilizzato 230 milioni a copertura delle agevolazioni per il settore dell'autotrasporto.

Pur dovendosi riconoscere la rilevanza dello sforzo compiuto e dei risultati conseguiti per riportare a normalità una realtà confusa e fuori dal rispetto di qualsiasi standard, restano perplessità e preoccupazioni per quelli che potranno essere gli sviluppi futuri. A queste perplessità e preoccupazioni si aggiungono le osservazioni formulate dalla **Corte dei conti** nel maggio 2009 nelle conclusioni **sull'esito del controllo eseguito sulla gestione finanziaria dell'Agenzia per l'esercizio 2007**<sup>78</sup>, con riferimento:

- alla centralità del *Piano di riordino e di dismissione* volto a fissare le linee strategiche di un programma la cui attuazione era cadenzata alla volta di un traguardo originariamente fissato a fine giugno 2007, ma prorogato per ben

---

<sup>78</sup> Corte dei conti - Sezione Controllo Enti, Delibera n. 23/2009 del 4 maggio 2009: *Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria dell'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo di impresa s.p.a., per l'esercizio finanziario 2007.*

tre volte sino al 30 giugno 2009. Lo slittamento è dipeso da un complesso di difficoltà sostanzialmente riferibili alla molteplicità di soggetti coinvolti nel riordino societario;

- all'esigenza del necessario coinvolgimento e concerto tra organi ed enti istituzionali che ha influito in primo luogo sui tempi richiesti per la costituzione delle tre *Newco* e della stessa società *Veicolo* il cui processo è rimasto bloccato dalla mancata autorizzazione del MISE per tutto il 2008, intervenuta solo nel febbraio 2009 limitatamente alla *Newco* RETI e alla Società *veicolo*. Il ritardo ha inciso negativamente sui risultati finanziari delle controllate, la maggior parte delle quali con bilanci in perdita a fine 2007. Preoccupante la situazione finanziaria e gestionale della società *Italia Navigando (IN)* per aver accumulato a fine dicembre 2008 perdite superiori ad un terzo del capitale e con un'esposizione finanziaria verso la capogruppo pari a circa 18 milioni;
- alle difficoltà nell'attività di cessione/liquidazione delle 17 società regionali, molte delle quali con bilanci in perdita. L'obiettivo di procedere alla loro cessione entro il 2008 è stato realizzato solo in parte, con il duplice effetto sia dell'ulteriore ricorso al sistema della proroga dei termini, sia del rallentamento della riorganizzazione del personale;
- alle criticità che non sono mancate nell'ambito delle iniziative per l'"autoimpiego" e "autoimprenditorialità", e per l'incentivazione dei progetti di rilancio delle aree industriali in crisi, tant'è che le stesse analisi condotte dall'Agenzia rilevano come la politica degli incentivi abbia influito sulle dinamiche occupazionali in misura inferiore a quanto previsto, a causa dei risultati riscontrati in alcune Regioni meridionali, ove la percentuale di occupati è rimasta lontana dalle originarie previsioni, a differenza di quanto riscontrabile per le Regioni settentrionali. Il che porta a considerare come sulle politiche di incentivazione siano destinati ad incidere fenomeni strutturali senza arginare i quali gran parte delle risorse dedicate allo sviluppo restano senza soddisfacente risposta;
- alle positive iniziative intraprese dall'Agenzia a seguito di riscontrate anomalie, riferite ad anni passati, nell'ambito dei beneficiari delle agevolazioni e in ordine alla correttezza delle procedure seguite in passato per l'ammissione ai finanziamenti, un terzo delle quali hanno interessato soggetti nei cui confronti sono in corso procedure di revoca. Aspetti, questi, posti in luce dall'Agenzia tramite mirate indagini di *audit* interno e che, quanto alle consulenze, hanno interessato specie le attività relative agli investimenti esteri ove la rete internazionale di "*scouting*" si è avvalsa in anni passati di consulenze esterne le cui anomalie non poco hanno influito sulla lievitazione dei costi. Le iniziative correttive dell'Agenzia si sono tradotte, da un lato, nella sostituzione dello *scouting esterno* con strutture aziendali interne, per altro verso, nell'istituzione di un più penetrante controllo tramite il protocollo di intesa con la Guardia di finanza (settembre 2008) avente ad oggetto la reciproca collaborazione sia per l'approfondimento dei requisiti di accesso dei beneficiari alle agevolazioni, sia per la tempestiva denuncia di eventuali fenomeni di malversazione o truffa ai danni dello Stato;
- alle attività finanziarie dell'Agenzia che, specie in passato, ha effettuato operazioni di investimento della propria liquidità relativa ad una significativa dotazione finanziaria. In proposito va osservato come nel sistema di finanziamento dell'attività caratteristica gli utili ritraibili dalle operazioni finanziarie sono compresi fra le risorse destinate a copertura dei relativi costi. In altri termini, gli interessi prodotti dalle proprie disponibilità liquide concorrono al finanziamento dei costi da sostenere per le attività istituzionali;
- al contributo positivo offerto dall'investimento del capitale societario al margine di intermediazione e all'equilibrio finanziario della gestione, il che spiega le preoccupazioni dell'Agenzia in merito agli interventi normativi

incidenti sulla liquidità e sul capitale sociale (qual è il caso, già ricordato, del prelievo di 230 milioni, disposto dal d.l. 162/2008, convertito con legge 201/2008) con la conseguenza di una consistente flessione dei ricavi rivenienti dagli investimenti finanziari;

- alla tuttora elevata incidenza attribuibile, nel conto economico consolidato, alle spese per il personale, peraltro passate da 120,4 milioni del 2006 a 87,6 nel 2007.

### 7.5. Italia Lavoro

Italia Lavoro S.p.A. è stata costituita su direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 13 maggio 1997<sup>79</sup> con l'obiettivo di attribuire ad un'apposita società – configurata come Agenzia tecnica del Ministero del lavoro e previdenza sociale, anche alla luce della sentenza 363 del 2003 della Corte Costituzionale – lo svolgimento di specifiche attività in materia di politica attiva del lavoro e di promozione dell'occupazione. In data 11 maggio 1999 il Consiglio di amministrazione di Sviluppo Italia, in cui Itainvest era confluita insieme con SPI, Ig, Ribs e Finagra, nell'approvare il piano di riordino e di accorpamento delle società controllate, in ottemperanza alla Direttiva del 26 gennaio 1999 dell'azionista Ministero del Tesoro, decideva lo scorporo di Italia Lavoro da Itainvest e la cedeva, a titolo gratuito, al Ministero del Lavoro.

Italia Lavoro è oggi controllata al 100% dal Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) e svolge – previa stipula di apposita convenzione – attività di supporto al Ministero del lavoro (*Welfare*) per la promozione, progettazione, realizzazione e gestione di ogni attività ed intervento finalizzato alla promozione dell'occupazione sull'intero territorio nazionale, con riguardo particolare alle aree territoriali depresse ed ai soggetti svantaggiati del mercato del lavoro.

La Società è soggetta ad un rapporto di c.d. *in house* nei confronti del *Welfare* che esercita il "controllo analogo" alla luce dei seguenti provvedimenti:

- il DPCM del 23 novembre 2007, con il quale è stata confermata la vigilanza del *Welfare* nei confronti della Società ed è stata sancita la sottoposizione al "controllo analogo" ai fini dell'affidamento *in house*;
- il conseguente DM del 17 marzo 2008, sottoposto al vaglio dell'Unione Europea, con il quale il "controllo analogo" è stato configurato, con l'indicazione di specifici parametri, che riguardano non solamente l'approvazione delle linee strategiche e dei bilanci previsionale e consuntivo, ma anche la valutazione preventiva dei principali atti di gestione, in particolare relativi alle partecipazioni societarie.

Alla luce di quanto sopra, emerge che l'esercizio dei diritti dell'azionista – seppure formalmente in capo al MEF – è tuttavia, come evidenziato dal Tesoro, concretamente svolto dal *Welfare* il cui Segretario generale svolge i compiti di coordinamento dei rapporti con la Società al fine di realizzare un'effettiva *governance* da parte dell'Amministrazione vigilante.

L'assetto organizzativo della Società si struttura su un modello centrato sulla gestione delle attività per "Progetti", al fine di orientare e focalizzare l'attività al raggiungimento del risultato finale e di pianificare, realizzare e controllare tutte le risorse, da quelle economiche a quelle umane, in maniera tale da gestire gli interventi in maniera efficace ed efficiente.

---

<sup>79</sup> Direttiva emanata ai sensi dell'art. 5, comma 2, della legge 23 agosto 1988, n. 400.

L'organico al 31 dicembre 2008 contava 379 dipendenti e 684 collaboratori a progetto. Questa struttura occupazionale è stata spiegata con il fine di garantire alla Società la giusta flessibilità nella gestione dei progetti (riduzione del numero dei collaboratori in concomitanza della conclusione di molti progetti aziendali).

I progetti realizzati da Italia Lavoro sono finanziati prevalentemente dalle singole Direzioni Generali del Ministero del lavoro in coerenza con le proprie finalità istituzionali e a valere su fondi di finanziamento diversi, rappresentati in prevalenza dal Fondo per l'Occupazione, dal Fondo di Rotazione e dal Fondo Sociale Europeo.

Secondo il Tesoro, nel corso degli ultimi anni la Società ha conseguito importanti risultati nell'ambito delle varie aree di attività presidiate, soprattutto con riferimento al reinserimento nel mercato del lavoro di un numero consistente di lavoratori appartenenti alle fasce deboli.

Quanto alla composizione del patrimonio azionario della Società, *Italia Lavoro* detiene alcune partecipazioni in società miste per la gestione dei servizi pubblici<sup>80</sup> ed in società strumentali<sup>81</sup>.

In relazione alle partecipazioni di maggiore rilevanza, la Società deteneva parte del capitale sociale in ALES S.p.A. e IN.SAR. S.p.A. che – anche alla luce delle osservazioni della Corte costituzionale - non potevano essere ritenute delle effettive società strumentali, in quanto le loro attività sono legate ad altri soggetti istituzionali – rispettivamente Ministero per i beni e le attività culturali (MiBAC) e Regione Sardegna – che esprimono la loro influenza decisionale sulle scelte strategiche e gestionali.

Lo stesso *Welfare* riteneva peraltro imprescindibile il ridimensionamento delle partecipazioni detenute dalla Società, che:

- per le adesioni in società di servizi esternalizzate degli enti locali, era stato sancito dall'art. 4, comma 8, del D.L. n. 26/1995, convertito in legge n. 95/1995,
- per quelle con soggetti privati è imposto dal rispetto dei canoni giurisprudenziali nazionali e comunitari.

Pertanto, il 23 ottobre 2008 l'Amministrazione ha approvato un Piano di dismissione delle partecipazioni societarie di Italia Lavoro S.p.A., deliberato dal C.d.A. della Società, nel quale si analizzano i risultati conseguiti dalle società partecipate in portafoglio, le previsioni temporali e gli effetti economici delle dimissioni previste, con il programma di alienazione dell'intero portafoglio entro il 31 dicembre 2009. E' inoltre previsto che Italia Lavoro dia conto al Ministero, con cadenza trimestrale, in merito allo stato di avanzamento delle cessioni, con segnalazione " ... delle situazioni più complesse, per una loro eventuale sottoposizione alla decisione politica".

Peraltro veniva anche precisata l'alta probabilità di un mancato rispetto dei termini per le dimissioni, in considerazione che: a) l'obiettivo fosse condizionato dalla volontà delle controparti, b) potessero verificarsi eventi esogeni non dipendenti dall'operato della Società. In effetti, sulla base dei dati trasmessi

---

<sup>80</sup> Partecipazioni detenute nelle società miste c.d. "esternalizzate degli enti locali", previste dall'art.4, comma 6 della legge 95 del 1995, di cui già dal 2000 Italia Lavoro ha cominciato il processo di dismissione.

<sup>81</sup> Partecipazioni societarie ai sensi dell'articolo 22 della legge 24 giugno 1997, n. 196 (Legge Treu) e dell'art.12, p.8, del decreto legislativo 1° dicembre 1997, n. 468, in materia di revisione della disciplina sui lavori socialmente utili nonché del successivo decreto interministeriale del 21 maggio 1998.

dall'Amministrazione sulle società partecipate, risulta che il processo sia stato messo in moto molto lentamente:

- **al 30 settembre 2008** le partecipate erano 27, di cui: 4 controllate (una in liquidazione), 18 collegate (tre in liquidazione) e 5 definite come "altre imprese";
- **al 30 aprile 2009** le partecipate erano 24, di cui: 3 controllate (una in liquidazione), 18 collegate (tre in liquidazione) e 3 "altre imprese". Da notare che le partecipate in liquidazione erano le stesse del 30 settembre 2008;
- **al 30 settembre 2009** le partecipate sono 19, di cui: 2 controllate (ed entrambe in liquidazione), 15 collegate (una in liquidazione) e 2 "altre imprese". Da notare che delle 3 partecipate in liquidazione 2 erano le stesse del 30 settembre 2008. Delle 17 società collegate/controllate, 9 non presenterebbero criticità mentre le restanti 8 presentano "significative problematiche e criticità".

Una delle società cedute è la **Ales S.p.A.**, partecipata al 70% da Italia Lavoro e per il 30% dal Ministero dei beni e delle attività culturali - MIBAC - , costituita dalla legge n. 196/1997 (*legge Treu*) per la stabilizzazione di una parte dei 1.800 LSU assegnati al MIBAC, in cambio di contratti di servizio quinquennali da stipulare con i singoli centri di spesa dello stesso Ministero. Quindi si trattava di una società pubblica il cui azionista di maggioranza, che " ...subiva la maggior parte delle perdite di esercizio ...", era *in house* al Ministero del lavoro, mentre gli affidamenti diretti avvenivano ad opera del MIBAC. Di conseguenza Italia Lavoro avrebbe dovuto dismettere la propria quota azionaria, ma il MIBAC non aveva i fondi per rilevarla, e l'alternativa era la messa in liquidazione della **Ales** con conseguenti ripercussioni occupazionali.

Con una norma *ad hoc* (art. 26 della legge n. 69/2009), è stato disposto il trasferimento della partecipazione di Italia Lavoro al MIBAC senza alcun corrispettivo, e la corrispondente riduzione del patrimonio netto di Italia Lavoro per un importo pari al valore contabile della partecipazione trasferita. L'operazione, realizzata nel luglio 2009, ha consentito di collocare la **Ales** sotto il controllo analogo del MIBAC, che opererà con la stessa in regime di *in house providing*. Pertanto la società è rimasta in ambito pubblico.

Un caso analogo è quello della **IN.SAR. S.p.A.**, con partecipazione maggioritaria di Italia Lavoro, per la quale la Regione Sardegna, socio con partecipazione significativa, per esercitare il *controllo analogo* e poter realizzare affidamenti *in house* ha proposto l'acquisto senza corrispettivo dell'intera partecipazione azionaria della società.

Nel gennaio 2009 la società è stata posta in liquidazione ed attualmente sono state definite diverse ipotesi operative che dovrebbero consentire un nuovo assetto societario, con la Regione Sardegna socio di maggioranza ed Italia Lavoro in qualità di socio di minoranza.

Ci sono poi altre situazioni problematiche, alcune oggetto di contenzioso: in particolare il Ministero del lavoro sta affiancando Italia Lavoro per la dismissione della propria partecipazione nel **Consorzio Co.AN.An. S.c. a r.l.**

Il Segretario Generale del Ministero il 2 novembre 2009 ha fatto pervenire una memoria alla quale sono allegati il *Piano di dismissioni delle partecipazioni societarie di Italia Lavoro S.p.A.* e lo *Stato di avanzamento delle cessioni delle partecipazioni societarie di Italia Lavoro* aggiornato ad ottobre 2009, documenti dei quali si riportano gli elementi più rilevanti.

## **1). Piano di dismissioni**

Il documento individua tre fasi storiche per la descrizione dell'attività di stabilizzazione degli LSU e di altri lavoratori appartenenti alle fasce deboli del mercato, dell'evoluzione del quadro normativo e del processo di acquisizione/costituzione e dismissione delle società partecipate da Italia Lavoro.

*Fase 1: Dal conferimento di Itainvest S.p.A. ad Italia Lavoro delle partecipazioni fino al 2001*

Con la Direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 13 maggio 1997 è stata costituita Italia Lavoro per il trasferimento ad apposita società dei compiti in materia di politiche attive del lavoro già svolti dalla Gepi S.p.A.. Itainvest S.p.A. (ex Gepi) con atti di conferimento ha apportato al capitale sociale di Italia Lavoro il ramo di azienda *società miste e finanziarie di reimpiego*, composto dalle partecipazioni azionarie in 9 società per la gestione dei servizi pubblici locali (per un patrimonio netto di 3,6 milioni) ed in 7 società "strumentali" (patrimonio netto di 6,2 milioni), più 3 progetti di nuove costituzioni già approvati e 40 istruttorie avviate per nuove iniziative societarie. Questo in quanto la Gepi, in qualità di *partner* privato, partecipava per legge (n. 95/1995) al capitale sociale di partecipate da enti pubblici, per la gestione dei servizi pubblici locali, partecipazioni che dovevano essere cedute mediante gara pubblica entro cinque anni dalla costituzione della società.

Pertanto Italia Lavoro è subentrata nelle situazioni giuridiche della Gepi e negli impegni da questa assunti. Nel tempo ha ampliato le proprie partecipazioni azionarie, facendo delle società per la gestione dei servizi pubblici locali l'intervento di creazione di impresa ed occupazione maggiormente caratteristico. In particolare, tra il 1997 ed il 2001 sono state costituite ulteriori 39 società miste, con quote di partecipazione diversificate, spesso pari al 49%, e solo in due casi superiori al 50%.

Inoltre tra il 1997 ed il 2001 la Società ha sottoscritto ulteriori partecipazioni in 14 società strumentali allo scopo di contribuire allo sviluppo diretto e indiretto dell'occupazione.

*Fase 2: attività dal 2002 al 2004*

L'art. 30 della Finanziaria 2002 (L. 28 dicembre 2001, n. 448) ha attribuito ad Italia Lavoro il ruolo di società strumentale del Ministero del lavoro. Tale l'interpretazione della Corte Costituzionale, che, nella sentenza n. 363 del 2003, sostiene che Italia Lavoro - in considerazione della totale partecipazione pubblica, dei poteri spettanti agli organi di Governo, nonché della predeterminazione eteroma di compiti e della funzione pubblica che la stessa società è chiamata a perseguire - faccia parte dell'ordinamento e dell'organizzazione amministrativa dello Stato e degli Enti Pubblici Nazionali.

Data, quindi, la nuova definizione della propria natura giuridica, Italia Lavoro, ancorché in ritardo, ha iniziato a rivedere la propria strategia, "dando avvio anzitutto al superamento, in varia forma, delle società aventi la partecipazione di soggetti privati e sviluppando in particolare l'attività nel quadro dei nuovi compiti istituzionali". Conseguentemente le società che si andranno a costituire con gli enti locali saranno a capitale interamente pubblico.

In questo periodo sono state costituite 14 società con gli enti locali, con quote di partecipazione di Italia Lavoro pari al 49% (tranne quella con il Comune di Campobasso, che è al 38%).

### *Fase 3: attività dal 2005*

Nella giurisprudenza nazionale e comunitaria per il legittimo affidamento diretto dei servizi pubblici locali è emersa la definizione di *controllo analogo* che presuppone che la società sia a capitale interamente pubblico e che l'organo amministrativo operi su direttiva dell'Ente pubblico titolare della maggioranza del capitale sociale e avendo come principale cliente l'Ente locale socio.

Di conseguenza Italia Lavoro ha concluso l'attività di creazione di impresa, confermando gli impegni assunti con gli EE.LL. e accelerando le dismissioni delle proprie partecipazioni. Nel 2005 ha costituito 4 società miste, per accordi precedenti con i partner pubblici. Nel 2006, per effetto della fusione per incorporazione della controllata S.C.O., Italia Lavoro ha acquisito le partecipazioni in due consorzi.

#### *Risultati conseguiti*

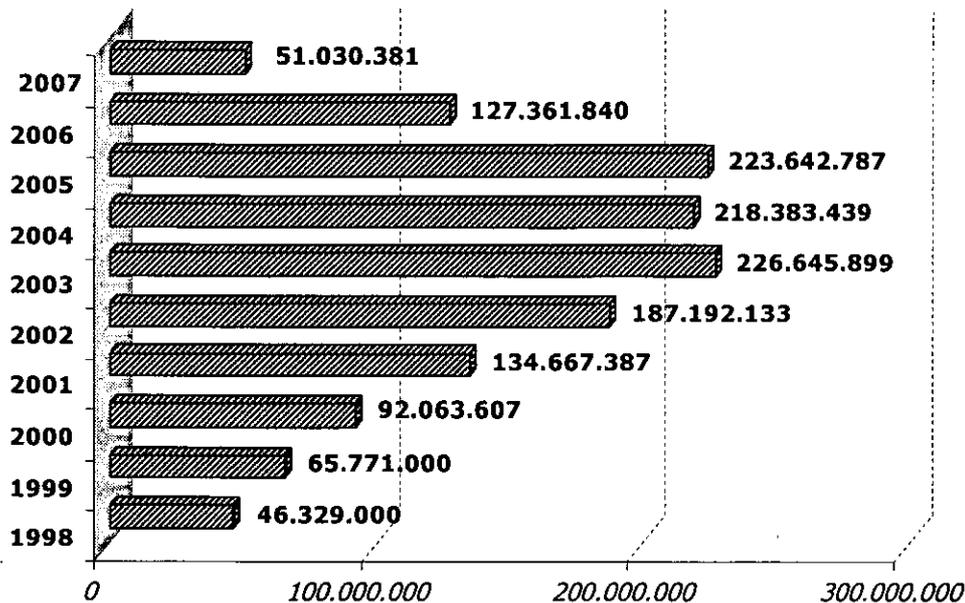
In 10 anni di attività Italia Lavoro ha investito risorse nel capitale di 89 società: 66 per i servizi pubblici locali e 23 strumentali.

In termini occupazionali sono state stabilizzate oltre 13.700 unità, distribuite prevalentemente nel Mezzogiorno, di cui 8.300 provenienti dalle categorie svantaggiate ed i restanti dai locali bacini di disoccupazione. A secondo del servizio erogato l'investimento medio per la creazione di un posto lavoro oscilla tra i 3.500 e gli 8.000 euro.

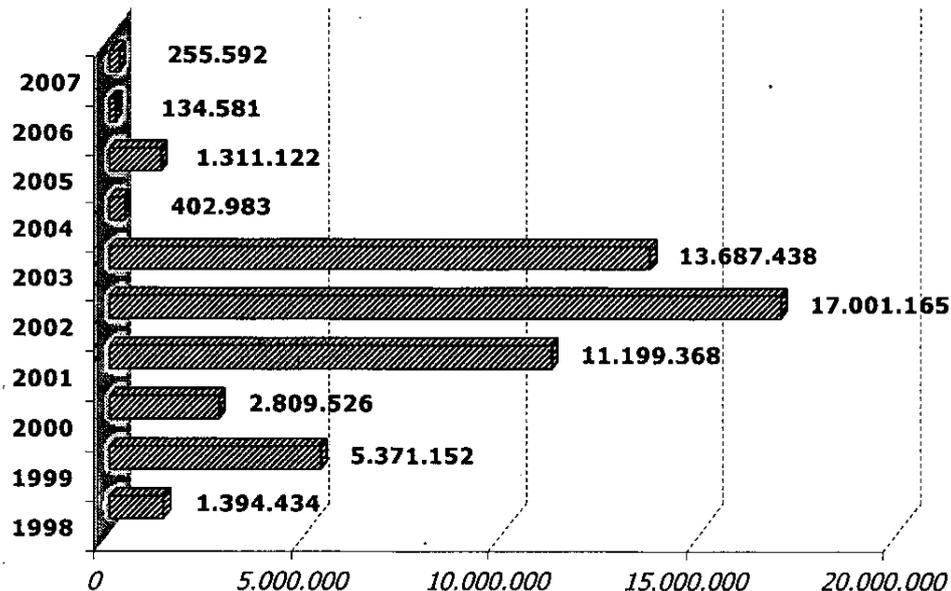
In termini economici, al 31 dicembre 2007, a fronte di un capitale sociale delle partecipazioni in portafoglio di 9,5 milioni, il patrimonio netto risultava pari a circa 13 milioni.

Come mostrano i grafici che seguono, il fatturato e la redditività dei singoli esercizi presentano sbalzi significativi, dovuti all'avviamento di nuove società ed alla dismissione di quelle già in esercizio. In particolare, il miglioramento del risultato nel biennio 2001-02 costituisce l'effetto delle notevoli assunzioni effettuate, cui corrisponde il riconoscimento di provvidenze nazionali e regionali. Al contrario, la flessione del risultato netto registrata dal 2004 discende: dalla dismissione di quote azionarie detenute in società di rilevanti dimensioni, dalla cessazione degli sgravi contributivi e dei crediti di imposta e dai problemi di bilancio degli EE.LL. che hanno influito sulla rivisitazione dei contratti di servizio.

### **EVOLUZIONE FATTURATO**



### **EVOLUZIONE RISULTATO NETTO**



## **2). Stato di avanzamento delle cessioni delle partecipazioni societarie di Italia Lavoro (ottobre 2009)**

Italia Lavoro evidenziava l'obiettivo di pervenire entro il 2009 alla cessione delle partecipazioni, e/o a determinarne gli atti propedeutici entro la prima parte del 2010, segnalando le difficoltà di diversa natura che la società incontra nel tentativo di ottemperare gli obiettivi richiamati.

Sul piano normativo la riforma dei servizi pubblici locali (modifiche all'art 23 bis, legge 133/2008) conferma il ricorso al mercato per l'attribuzione della gestione

dei servizi pubblici locali e prevede la società mista pubblico/privato quale modalità ordinaria di gestione, purché la selezione del socio avvenga mediante procedura ad evidenza pubblica. Questo potrà offrire alla Società una valida alternativa alla cessione diretta all'Ente affidante per la dismissione delle proprie partecipazioni: sarà infatti possibile cedere a privati, purché la procedura di gara sia co-gestita con l'Ente, in modo che sia soddisfatta la condizione in forza della quale la gara per la scelta del socio definisca, altresì, l'affidamento dei servizi.

#### *Altre indagini svolte dalla Corte*

Per una più completa valutazione del ruolo di Italia Lavoro, va tenuto conto anche degli elementi emersi a conclusione dell'apposita indagine di controllo con la quale la Corte ha analizzato le problematiche e le modalità di esercizio della *governance* da parte del Ministero del lavoro e della previdenza sociale nei confronti della Società<sup>82</sup>.

In sintesi La Società è stata riconosciuta "ente strumentale" dell'Amministrazione dalla Corte Costituzionale (sentenza 363 del 2003); nel corso del tempo ha esteso la sua "area di intervento" dal monitoraggio dei *Lavoratori Socialmente Utili* a tutto il contesto delle politiche attive del lavoro, oltre ad essere, in base a normative specifiche, fortemente impegnata nelle partecipazioni in società di servizi degli enti locali.

L'indagine ha sottolineato il progressivo ampliamento del ruolo rivestito dalla Società rispetto a quello dell'Amministrazione, che non è apparsa in grado di incidere sul piano della progettualità per carenza di strategia e di *expertise*, tanto da porre in discussione il carattere di mero ente strumentale della Società stessa.

Peraltro, a partire dalla Direttiva del Ministro del 21 marzo 2007 sono stati messi in campo strumenti dai quali, ad avviso della Corte, sarebbe potuta scaturire un'effettiva *governance* dell'Amministrazione nei confronti della Società.

Il vero snodo del processo di recupero del ruolo istituzionale non poteva non riguardare la strutturazione di una disciplina del "controllo analogo", tale da legittimare gli affidamenti *in house* alla Società, secondo i canoni giurisprudenziali prima comunitari e quindi nazionali (in ultimo la Decisione dell'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato, n.1 del 3 marzo 2008), strutturazione che poggia sui due provvedimenti già citati: il DPCM del 23 novembre 2007 ed il D.M. 17 marzo 2008. All'applicazione dei suddetti provvedimenti è stata poi collegata la Direttiva del Ministro per il 2008, che ha confermato l'intestazione al Segretario generale del Ministero dei compiti di coordinamento dei rapporti con la Società

In conclusione, la Corte ha ritenuto che, da un contesto decisamente precario, l'Amministrazione abbia intrapreso, secondo linee che la stessa Corte ha considerato una conferma delle proprie osservazioni ed indicazioni, un percorso inteso ad introdurre un vero sistema di *Governance* nei confronti della Società.

Andava quindi individuato il giusto livello di equilibrio tra la *governance* e l'autonomia di gestione che contraddistingue una società per azioni. La Corte segnalava, comunque, l'esigenza di una adeguata riflessione su una configurazione della "Società in mano pubblica" che garantisca tale equilibrio, non sottovalutando l'opzione di ridare valore alla figura dell'"Ente pubblico economico".

---

<sup>82</sup> Deliberazione n. 17/2008/G del 9 luglio 2008, Sezione centrale di controllo sulla gestione delle amministrazioni dello Stato: "Attività di controllo e di vigilanza - Governance - del Ministero del lavoro nei confronti della Società Italia Lavoro S.p.A."

In proposito il Dipartimento del Tesoro, ricollegandosi alla suddetta segnalazione della Corte, evidenzia che il tema dell'equilibrio tra l'autonomia di gestione che contraddistingue una Società per azioni, quale appunto Italia Lavoro e la necessità di un controllo analogo da parte del Ministero del lavoro, in quanto Amministrazione vigilante, finalizzato a rendere possibili gli affidamenti in house, risulta comune ad altre realtà simili rispondenti ai requisiti indicati nelle pronunce giurisprudenziali interne e comunitarie. Lo stesso Dipartimento ha sottolineato che, nell'ambito della riorganizzazione degli enti vigilati dal Welfare, è attualmente oggetto di esame parlamentare un Disegno di legge che prevede, tra l'altro, lo snellimento dell'organizzazione e della struttura amministrativa, il riordino delle competenze e l'eventuale trasformazione di Italia Lavoro in ente pubblico economico<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> A.C. 1441 quater - Art. 2, attualmente all'esame del Senato A.S. 1167. Art. 2 (Delega al Governo per la riorganizzazione di enti vigilati dal Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali): Il Governo è delegato ad adottare, entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, uno o più decreti legislativi finalizzati alla riorganizzazione ... della società Italia Lavoro Spa nonché alla ridefinizione del rapporto di vigilanza del Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali in base ai seguenti principi e criteri direttivi: a) semplificazione e snellimento dell'organizzazione e della struttura amministrativa adeguando le stesse ai principi di efficacia, efficienza ed economicità dell'attività amministrativa e all'organizzazione del Ministero del lavoro, della salute e delle politiche sociali, prevedendo, (...) il riordino delle competenze (...) della società Italia Lavoro Spa, nonché l'eventuale trasformazione di quest'ultima in ente pubblico economico.

## **8. Verifica dei risultati finanziari del processo di privatizzazione attraverso il monitoraggio del Fondo Ammortamento Titoli di Stato**

Come si è già ampiamente avuto modo di illustrare nel precedente capitolo 7, i proventi delle privatizzazioni vengono accantonati nel *Fondo di ammortamento dei titoli di Stato*, di cui costituiscono la principale fonte di alimentazione, per essere destinati al rimborso dei titoli in scadenza o al riacquisto di titoli in circolazione, incidendo così sulla parte più onerosa del debito. Il Fondo è stato istituito presso la Banca d'Italia<sup>84</sup> con la finalità di ridurre la consistenza dei titoli di Stato in circolazione, sancendo il principio che i proventi delle privatizzazioni, così come gli eventuali dividendi straordinari corrisposti dalle società controllate dallo Stato, devono essere utilizzati unicamente per la riduzione del debito e non anche del disavanzo annuo, in linea con le indicazioni comunitarie e con i principi contabili di Eurostat. Conseguentemente, i conferimenti sono impiegati dal Fondo: a) nell'acquisto dei titoli di Stato, nonché nell'acquisto di partecipazioni azionarie possedute da società delle quali il Tesoro sia unico azionista, ai fini della loro dismissione, b) nel rimborso dei titoli che sono venuti a scadere a decorrere dall'1 gennaio 1995. Le operazioni di acquisto sono effettuate per il tramite della Banca d'Italia o di altri intermediari abilitati, e sulle giacenze del Fondo la Banca d'Italia corrisponde semestralmente un tasso di interesse pari a quello medio dei buoni ordinari del Tesoro emessi nel semestre precedente.

L'Amministrazione ha fatto presente che la strategia seguita per il contenimento della crescita del debito e la sua riduzione (e, più in generale, di quella del rapporto tra debito pubblico e PIL) è di mirare alla diminuzione del nominale esistente e ad una più efficiente gestione delle passività, per comprimerne il costo complessivo. Grazie ad una scelta strategica dei titoli da ritirare, il Tesoro può, tenendo conto delle condizioni di mercato al momento del riacquisto, livellare il profilo delle scadenze per evitare tensioni future dovute ad un eccessivo ricorso al mercato finanziario e migliorare contemporaneamente la qualità del debito. Le privatizzazioni hanno costituito uno strumento per ridurre il debito pubblico e migliorare le condizioni di emissione dei nuovi titoli, con effetti positivi indiretti anche sul deficit pubblico, consentendo di limare - in misura proporzionale alla riduzione del debito - la spesa corrente per interessi. Il risanamento delle imprese controllate dallo Stato, prodromico alla loro successiva privatizzazione, ha, da parte sua, permesso alla finanza pubblica di beneficiare anche dei dividendi da esse distribuiti.

Il Dipartimento del Tesoro<sup>85</sup> ha fornito alla Corte alcuni elementi informativi sull'iter procedurale seguito per l'utilizzo delle risorse di pertinenza del Fondo, nonché alcune spiegazioni sulle cause degli scostamenti temporali, rilevati tra la "data di entrata in bilancio" degli importi e la "data di trasferimento al conto 522 c/o Banca d'Italia".

Le entrate al Fondo affluiscono, come si è visto, attraverso i capitoli di entrata del bilancio dello Stato 4055 (dismissioni patrimoniali) e 3330 (versamenti per donazioni ed eventuali assegnazioni da parte del Tesoro) e vengono riassegnate allo stato di previsione del MEF, per mezzo di decreti di variazione dai capitoli di entrata a quello di spesa capitolo 9565<sup>86</sup> del Cdr Tesoro (fino al 1999 era il 8319), decreti sottoposti alla registrazione della Corte dei conti. Con successivi mandati di

---

<sup>84</sup> Legge 27 ottobre 1993, n. 432: *Istituzione del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato*.

<sup>85</sup> Nota della Direzione VII - Finanza e privatizzazioni - del 12 dicembre 2008, che riporta quanto comunicato dalla Direzione II - Debito pubblico che gestisce il FATS, e nota dell'Ufficio VIII della stessa Direzione II.

<sup>86</sup> Cap. 9565: somma da destinare all'ammortamento dei titoli di Stato.

pagamento le somme che transitano in bilancio vengono trasferite al conto numero 522, detenuto presso la Banca d'Italia e intestato al Fondo.

Al capitolo di entrata 4055, oltre ai proventi delle privatizzazioni, intese come vendita di tutto o parte del capitale sociale delle società pubbliche partecipate dallo Stato centrale, avrebbero dovuto affluire anche quelli derivanti dalle dismissioni immobiliari: tuttavia le norme che hanno previsto le suddette dismissioni hanno specificatamente disposto un'altra destinazione dei relativi incassi.

In pratica, ad avvenuta privatizzazione viene recuperata dalla Direzione VII del Tesoro la copia originale della quietanza, documento contabile comprovante il versamento dei proventi in entrata, e trasmessa una nota all'Ispettorato competente della RGS con la richiesta della variazione di bilancio per la destinazione dell'importo quietanzato al capitolo di spesa. A seguito di questa richiesta, la RGS procede ad emanare il decreto ministeriale di variazione di cui si è detto.

Successivamente il direttore della Direzione II del Tesoro richiede l'autorizzazione al mandato di spesa per il capitolo di spesa 9565 ed al pagamento delle somme sul conto corrente 522 presso BI, mandato informatico (con il sistema SICOGE, *gestione integrata della contabilità economica e finanziaria*) che viene inviato per il visto ai competenti uffici della RGS - Ufficio Centrale del Bilancio. Una volta accreditate le risorse sul conto corrente 522, si procede all'utilizzo dei fondi secondo le strategie di riacquisto dei titoli formulate nell'ambito della politica di gestione del debito pubblico.

La Tabella 31 riporta i dati relativi al pagato totale per i capitoli di spesa relativi al Fondo per gli anni dal 1998 al 2008: si tratta del capitolo 8319 - titolo II - fino al 1999, ed a partire dal 2000 del capitolo 9565, titolo III. I dati precedenti al 1998 non risultano disponibili, e si perviene a pagamenti totali per 91.151 milioni.

**Tabella 32 - Somma da destinare all'ammortamento dei titoli di Stato** (in milioni)

| Anno | Capitolo | Tit. | Previsioni iniziali di CS | Previsioni iniziali di CP | Stanziam. definitivi di CS | Stanziam. definitivi di CP | Impegni lordi | Pagato totale |
|------|----------|------|---------------------------|---------------------------|----------------------------|----------------------------|---------------|---------------|
| 1998 | 8319     | 2    | 0,0                       | 0,0                       | 12.379,3                   | 2.379,3                    | 12.379,3      | 12.379,3      |
| 1999 | 8319     | 2    | 0,0                       | 0,0                       | 18.479,5                   | 8.479,5                    | 18.479,5      | 18.479,5      |
| 2000 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 15.534,1                   | 5.552,0                    | 15.552,0      | 15.495,4      |
| 2001 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 9.004,8                    | 8.948,2                    | 8.948,2       | 9.003,1       |
| 2002 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 507,0                      | 507,0                      | 507,0         | 424,4         |
| 2003 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 5.194,3                    | 5.110,0                    | 5.110,0       | 5.194,3       |
| 2004 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 22.150,4                   | 22.150,4                   | 22.150,4      | 14.650,4      |
| 2005 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 11.690,6                   | 4.190,6                    | 4.190,6       | 11.689,8      |
| 2006 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 333,8                      | 333,8                      | 333,8         | 333,8         |
| 2007 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 3.500,9                    | 3.500,0                    | 3.500,0       | 3.500,9       |
| 2008 | 9565     | 3    | 0,0                       | 0,0                       | 0,0                        | 16,9                       | 16,9          | 0,0           |

Fonte: Si. Rgs-Cdc.

Nelle Tabelle 33 e 34, che seguono sono riportati, nel dettaglio, i dati sulle entrate da privatizzazioni affluite al bilancio del Fondo, per i due periodi 1994 - 2001 e 2002 - 2007, con l'indicazione della data di entrata in bilancio e di quella di trasferimento al Fondo. Gli incassi sono stati pari a 64,7 miliardi per il primo

periodo ed a 29,7 e per il secondo, per complessivi 94,5 miliardi, rispecchiando l'andamento delle operazioni di dismissioni effettuate dal MEF.

Tali importi costituiscono una quota delle risorse affluite al Fondo, complessivamente pari a 117 miliardi, importo dal quale sono stati esclusi i ricavi apparentemente non correlati a privatizzazioni riscontrabili tra quelle effettuate dal MEF e di cui si dà conto nelle relazioni al Parlamento, per circa 22 miliardi. Si tratta tra l'altro di: assegnazioni licenze UMTS e quote rateizzazione delle frequenze per 11,5 miliardi, riduzione del capitale sociale SACE per 3,5 miliardi, parziale distribuzione dell'avanzo di fusione Fintecna per 1,4 miliardi e anticipi di liquidazione IRI per 5,7 miliardi.

(in milioni)

|                                      | 1994-01  | 2002-07  | <b>Totale</b>    |
|--------------------------------------|----------|----------|------------------|
| FATS: entrate di bilancio            | 81.516,7 | 35.462,5 | <b>116.979,1</b> |
| di cui: da effettive privatizzazioni | 64.737,6 | 29.741,0 | <b>94.478,6</b>  |

**Tabella 33 - Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato: prospetto delle entrate che transitano in bilancio (in euro)**

(Gestioni dal 1994 al 2001)

| Provenienza  | Data di entrata in bilancio | Valore di bilancio       | Data di trasferimento al Conto 522c/o BI |
|--|-----------------------------|--------------------------|--|
| Privatizzazione IMI                                | 16 e 17/02/94               | 822.769.161,32           | 23/12/94                                 |
| Privatizzazione INA                                | dal 13/07 al 11/10/94       | 2.234.946.785,83         | 23/12/94                                 |
| <b>Totale entrate di bilancio 1994</b>             |                             | <b>3.057.715.947,15</b>  |  |
| Privatizzazione IMI                                | 07/07/95                    | 471.707.161,19           | 01/09/95                                 |
| Privatizzazione INA                                | 15/02/95                    | 1.074.614,08             | 08/06/95                                 |
| Privatizzazione INA                                | 31/10/95                    | 868.868.845,25           | 29/12/95                                 |
| Privatizzazione ENI                                | dal 5 al 29/12/95           | 2.972.657.853,89         | 18/03/96                                 |
| <b>Totale entrate di bilancio 1995</b>             |                             | <b>4.314.308.474,41</b>  |  |
| Privatizzazione IMI                                | 15/07/96                    | 254.817.645,50           | 10/09/96                                 |
| Privatizzazione ENI                                | dal 5 al 29/12/96           | 3.762.962.263,99         | 03/02/97                                 |
| Privatizzazione ENI                                | 12/12/96                    | 597.966.204,92           | 03/02/97                                 |
| Privatizzazione ENI                                | 24/12/96                    | 149.154.151,55           | 21/03/97                                 |
| <b>Totale entrate di bilancio 1996</b>             |                             | <b>4.764.900.265,96</b>  |  |
| Privatizzazione ENI                                | 21/03/97                    | 1.588.367,63             | 21/03/97                                 |
| Privatizzazione ENI                                | 12/05/97                    | 922.063,06               | 06/10/97                                 |
| Privatizzazione ENI                                | 20/05/97                    | 18.213.560,97            | 06/10/97                                 |
| Privatizzazione ENI                                | dal 8 al 15/07/97           | 6.634.136.909,76         | 06/10/97                                 |
| Conguaglio bolli su fissati bollati ENI 3          | 29/07/97                    | 65.484,12                | 15/10/97                                 |
| Privatizzazione San Paolo Torino                   | 03/06/97                    | 143.268.874,01           | 06/10/97                                 |
| Privatizzazione TELECOM                            | 04/11/97                    | 8.228.390.219,81         | 21/11/97                                 |
| Privatizzazione TELECOM                            | 06/11/97                    | 2.038.357.944,20         | 21/11/97                                 |
| Privatizzazione SEAT S.p.a.                        | 25/11/97                    | 842.143.896,33           | 25/02/98                                 |
| Vendita diritti Banco di Napoli                    | 04/12/97                    | 341.911,49               | 14/09/98                                 |
| Privatizzazione san Paolo (saldo finale)           | 16/12/97                    | 30.007,93                | 08/06/98                                 |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 1997</b>      |                             | <b>17.907.459.239,31</b> |  |
| <i>Totale entrate di bilancio 1997</i>             |                             | <i>17.908.479.256,14</i> |  |
| Privatizzazione TELECOM (greenshoe)                | 07/01/98                    | 1.261.500.368,64         | 08/06/98                                 |
| Banco di Napoli                                    | 22/01/98                    | 24.378.643,10            | 14/09/98                                 |
| ENI 2: svincoli importi pignorati                  | 27 e 29/01/98               | 2.875.854,39             | 08/06/98                                 |
| Quota 1997 prestito convertibile azioni INA        | 16/02/98                    | 7.746,85                 | 29/09/98                                 |
| Conguaglio azioni SEAT S.p.a.                      | 12/05/98                    | 5.398.888,95             | 21/12/99                                 |
| Erroneo pagamento IVA Mor. Stanley privat. Telecom | 16/06/98                    | 3.028.717,49             | 29/09/98                                 |
| ENI 4  | 07/07/98                    | 5.968.535.453,01         | 29/09/98                                 |
| ENI 4 (greenshoe)                                  | 27/07/98                    | 589.430.620,35           | 29/09/98                                 |
| Titoli convertiti in azioni INA                    | 30/07/98                    | 569.836.880,37           | 29/09/98                                 |
| Privatizzazione BNL offerta globale                | 01/12/98                    | 1.783.874.089,59         | 17/12/98                                 |
| Privatizzazione BNL nucleo stabile                 | 03/12/98                    | 1.330.491.185,29         | 17/12/98                                 |
| Rimborso commissioni ENI 4 con relativi interessi  | 21/12/98                    | 215.112,27               | 21/05/99                                 |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 1998</b>      |                             | <b>11.539.573.560,30</b> |  |
| <i>Totale entrate di bilancio 1998</i>             |                             | <i>11.596.235.655,69</i> |  |

| <b>Provenienza</b>                                 | <b>Data di entrata in bilancio</b> | <b>Valore di bilancio</b> | <b>Data di trasferimento al Conto 522c/o BI</b> |
|--|------------------------------------|---------------------------|---|
| Privatizzazione BNL greenshoe                      | 04/01/99                           | 282.558.036,74            | 21/05/99  |
| Titoli convertiti in azioni INA                    | 10/03/99                           | 507.090.092,39            | 06/10/99  |
| Privatizzazione BNL (int. maturati escrow account) | 10/06/99                           | 139.023,77                | 15/11/99  |
| Titoli convertiti in azioni INA                    | 17/08/99                           | 122.206.556,33            | 22/12/00  |
| Privatizzazione ENEL                               | 05/11/99                           | 15.345.426.377,65         | 09/11/99  |
| Privatizzazione ENEL green shoe                    | 14/12/99                           | 883.265.213,47            | 14/04/00  |
| Privatizzazione Mediocredito Centrale              | 17/12/99                           | 2.016.257.623,16          | 14/04/00  |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 1999</b>      |                                    | <b>19.156.942.923,51</b>  |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 1999</i>             |                                    | <i>19.158.277.123,12</i>  |   |
| Privatizzazione UNIM                               | 12/01/00                           | 21.612.045,00             | 14/04/00  |
| Titoli convertiti in azioni INA                    | 17/02/00                           | 616.312.199,03            | 19/07/00  |
| Privatizzazione Banca CIS                          | 25/05/00                           | 21.709.265,75             | 28/09/00  |
| Privatizzazione BNL (offerta globale)              | 17/07/00                           | 67.219,03                 | 22/12/00  |
| Privatizzazione Meliorbanca                        | 27/07/00                           | 14.965.952,58             | 22/12/00  |
| Titoli convertiti in azioni INA                    | 26/09/00                           | 17.904.999,92             | 04/12/01  |
| Privatizzazione Mediocredito Lombardo              | 28/09/00                           | 38.690.674,31             | 09/01/01  |
| Banco Napoli - OPA SAN PAOLO                       | 01/12/00                           | 493.602.508,31            | 01/03/01  |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 2000</b>      |                                    | <b>1.224.864.863,93</b>   |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2000</i>             |                                    | <i>16.066.144.792,40</i>  |   |
| ENI 5  | 21/02/01                           | 2.699.059.212,65          | 28/03/01  |
| Privatizzazione Meliorbanca (differenza)           | 26/02/01                           | 15.003.237,94             | 20/04/01  |
| Dismissione azioni S. Paolo IMI (quota residua)    | 12/06/01                           | 54.302.549,05             | 13/11/01  |
| Dismissione azioni Beni Stabili S.p.a.             | 20/06/01                           | 2.310.079,56              | 13/11/01  |
| Dismissioni azioni Mediocredito Centrale S.p.a.    | 12/07/01                           | 1.165.827,66              | 13/11/01  |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 2001</b>      |                                    | <b>2.771.840.906,86</b>   |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2001</i>             |                                    | <i>4.650.615.036,75</i>   |   |
| <b>Totale entrate di bilancio</b>                  |                                    | <b>81.516.676.551,62</b>  |   |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 1994-2001</b> |                                    | <b>64.737.606.181,43</b>  |   |

\* Fonte allegati alla relazione 2001 Tav. A

**Tabella 34 - Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato: prospetto delle entrate che transitano in bilancio**  
(Gestioni dal 2002 al 2007 valori in euro)

| <b>Provenienza</b>   | <b>Data di entrata in bilancio</b> | <b>Valore di bilancio</b> | <b>Data di trasferimento al Conto 522c/o BI</b> |
|--|------------------------------------|---------------------------|---|
| Privatizzazione BNL (quota residua)                              | 03/01/02                           | 76.860.047,77             | 11/12/02  |
| Privatizzazione Cariverona                                       | 15/01/02                           | 324.570,38                | 11/12/02  |
| Privatizzazione MEDIOVENEZIE                                     | 15/01/02                           | 107.652,06                | 11/12/02  |
| Privatizzazione MPS MERCHANT S.p.A.                              | 22/02/02                           | 17.727.968,49             | 11/12/02  |
| Dismissione partecipazione in INA-GENERALI S.p.A.                | 09/04/02                           | 76.947.457,88             | 16/05/03  |
| Cessione azioni Medioc. Fondiario Centroitalia S.p.A.            | 17/05/02                           | 5.610.643,11              | 16/05/03  |
| Privatizzazioni Telecom (quota residua)                          | 12/12/02                           | 1.430.770.811,00          | 14/05/03  |
| <b>Totale entrate per privatizzazioni 2002</b>                   |                                    | <b>1.608.349.150,69</b>   |   |
| Cessione Medioc.Friuli V.G. (quota residua)                      | 28/10/03                           | 59.460.201,56             | 25/11/03  |
| Privatizzazioni ENEL (2° tranche)                                | 4/11/03                            | 2.170.108.000,00          | 25/11/03  |
| Vendita Ente Tabacchi Italiani                                   | 23/12/03                           | 2.310.000.000,00          | 15/03/04  |
| Cessione alla C.D.P. S.p.A. di quote ENEL, ENI, e Poste Italiane | 12/12/03                           | 10.991.039.887,00         | 03/08/04  |
| Vendita 30% C.D.P. S.p.A. a favore di 65 Fondazioni bancarie     | 30/12/03                           | 1.050.000.000,00          | 03/08/04  |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 2003</b>                    |                                    | <b>16.580.608.088,56</b>  |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2003</i>                           |                                    | <i>18.030.282.401,88</i>  |   |
| Dismissione partecipazione Coopercredito S.p.A.                  | 22/4/04                            | 15.320.264,00             | 03/08/04  |
| Privatizzazione ENEL (3°Tranche)                                 | 27/10/04                           | 7.500.000.000,00          | 21/04/05  |
| <b>Totale entrate per privatizzazioni 2004</b>                   |                                    | <b>7.515.320.264,00</b>   |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2004</i>                           |                                    | <i>7.799.377.656,00</i>   |   |
| Dismissione quota azionaria Demanio Servizi S.p.A.               | -                                  | 20.000,00                 | 31/10/05  |
| Vendita quota di maggioranza FIME S.p.A.                         | 19/05/05                           | 4.295.600,00              | 31/10/05  |
| Quota OPA volontaria azioni proprie Telecom Italia Media S.p.A.  | 01/07/05                           | 872.000,00                | in attesa di trasferimento                      |
| Privatizzazione ENEL (4°Tranche)                                 | 07/07/05                           | 4.020.000.000,00          | 31/10/05  |
| Vendita azioni Finmeccanica eccedenti rispetto al lotto intero   | 03/08/05                           | 13,57                     | 20/11/06  |
| Cessione diritti di opzione Alitalia S.p.A.                      | 29/11/05                           | 10.622.824,00             | 20/11/06  |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 2005</b>                    |                                    | <b>4.035.810.437,57</b>   |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2005</i>                           |                                    | <i>4.201.254.591,57</i>   |   |
| <b>Totale entrate per privatizzazioni 2006</b>                   |                                    | <b>-</b>                  |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2006</i>                           |                                    | <i>323.193.003,00</i>     |   |
| Quota OPA volontaria azioni proprie Telecom Italia Media S.p.A.  | 01/07/05                           | 872.127,00                | 04/12/2007*                                     |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 2007</b>                    |                                    | <b>872.127,00</b>         |   |
| <i>Totale entrate di bilancio 2007</i>                           |                                    | <i>3.500.001.000,00</i>   |   |
| <b>Totale entrate di bilancio</b>                                |                                    | <b>35.462.457.803,14</b>  |   |
| <b>Totale entrate da privatizzazioni 2002-07</b>                 |                                    | <b>29.740.960.067,82</b>  |   |

Fonte allegato alla Relazione 2007 Tav. A

\* in conto residui 2005

Dall'analisi dei versamenti al fondo si possono rilevare sfasamenti temporali anche notevoli tra la data di "entrata in bilancio" e quella relativa al trasferimento al conto n. 522 della B.I..

In particolare gli sfasamenti "a cavallo" tra due esercizi hanno riguardato circa il 42% delle entrate complessive al Fondo derivanti dalle privatizzazioni per oltre 39 miliardi (Tabella 34), di cui i più rilevanti sono: ENI - 1995 per circa 3 miliardi (circa tre mesi), ENI - 1996 per 3,76 miliardi (due mesi), Mediocredito centrale - 1999 per 2 miliardi (quattro mesi), l'anticipo di liquidazione dell'IRI - 2000 per 4,13 miliardi (tre mesi), ETI - 2003 per 2,31 miliardi (quasi tre mesi), cessione alla CDP di quote Enel, ENI e Poste Italiane - 2003 per 11 miliardi (circa nove mesi), cessione ad un consorzio di Fondazioni del 30% del capitale CDP per 1.050 milioni - 2003 (otto mesi), ENEL- 2004 per 7,5 miliardi (sei mesi).

Oltre a questi slittamenti all'anno successivo, si osservano sfasamenti temporali importanti anche nel corso dello stesso esercizio: è questo, in particolare, il caso di ENI - 2007 per 6,6 miliardi (tre mesi) e di ENEL- 2005 per 4 miliardi (quattro mesi).

La Corte aveva chiesto al Dipartimento del Tesoro di indicare le cause dei rilevanti scostamenti temporali riscontrati, chiarendo altresì se avessero inciso o meno sulla misura degli interessi dovuti dalla Banca d'Italia sulle giacenze del Fondo, ai sensi dell'art. 4 c. 3 della legge 432/1993, istitutiva del Fondo stesso.

L'Amministrazione ha risposto che i suddetti sfasamenti temporali sono da considerarsi fisiologici, almeno quelli avvenuti nell'arco di quattro/cinque mesi. Gli sfasamenti di più di sei o anche dodici mesi si spiegherebbero con il fatto che le quietanze, in base alle quali viene predisposta dalla Direzione del Debito pubblico la richiesta di variazione di bilancio sul capitolo di spesa 9565, giungono alla stessa Direzione con notevole ritardo rispetto all'effettivo giorno di entrata in bilancio (talvolta sono andate smarrite ed è stato pertanto necessario richiedere un duplicato dell'originale). Per quanto riguarda, in particolare, la privatizzazione IMI, il trasferimento è avvenuto con un ritardo di dieci mesi, in quanto la legge 432/1993 istitutiva del Fondo non prevedeva un conto dedicato al Fondo stesso. Solo il decreto legge 166/1994 ha disposto la istituzione di un siffatto conto separato, le cui procedure di attivazione hanno richiesto del tempo. A tal proposito va considerato che l'operazione IMI è del 16-17 febbraio 1994 ed il decreto legge istitutivo presso la Banca d'Italia del Fondo di accantonamento del Tesoro, destinato alla riduzione del debito dello Stato attraverso l'acquisto o il rimborso di titoli in scadenza, è stato emanato pochi giorni dopo, il 9 marzo dello stesso anno.<sup>8788</sup>

---

<sup>87</sup> A proposito di questo decreto è da segnalare che, non convertito in legge, è stato reiterato ben 11 volte prima che l'ultimo DL della serie (DL 6/96) venisse convertito in legge con l'art. 1, comma 1, L. 6 marzo 1996, n. 110 (Gazz. Uff. 9 marzo 1996, n. 58). I dodici decreti legge succedutisi nel tempo sono, oltre al D.L. 9 marzo 1994, n. 166, il D.L. 6 maggio 1994, n. 275, il D.L. 8 luglio 1994, n. 436, il D.L. 7 settembre 1994, n. 528, il D.L. 7 novembre 1994, n. 617, il D.L. 7 gennaio 1995, n. 1, il D.L. 9 marzo 1995, n. 64, il D.L. 10 maggio 1995, n. 161, il D.L. 7 luglio 1995, n. 272, il D.L. 7 settembre 1995, n. 372, il D.L. 8 novembre 1995, n. 462 e il DL 8 gennaio, 1996, n. 6. Il comma 2 dello stesso art. 1 della legge di conversione ha, naturalmente, disposto che restano validi gli atti ed i provvedimenti adottati e sono fatti salvi gli effetti prodottisi ed i rapporti giuridici sorti sulla base di tutta la catena dei decreti legge in questione.

<sup>88</sup> Sempre a questo proposito l'Amministrazione ha osservato che la mera emanazione del decreto, che disponeva l'accensione presso la Banca d'Italia di un conto dedicato al Fondo Ammortamento, non ha comportato la repentina accensione dello stesso. L'Amministrazione ha fatto riferimento a quanto già ricordato nella precedente nota in ordine al fatto che il citato decreto legge è stato reiterato numerose volte, per essere definitivamente convertito solo due anni dopo, ed alla circostanza che la prima versione della norma con cui si istituiva il conto separato in Banca d'Italia ha subito alcune modifiche in occasione delle prime reiterazioni. Tutto ciò avrebbe generato difficoltà non trascurabili nella individuazione delle procedure di attuazione della norma, peraltro mai semplici quando sorge un'operatività del tutto peculiare come quella del Fondo ammortamento; la definizione dei diversi passaggi tra capitoli di bilancio in entrata e in uscita e la definizione dell'impianto operativo per l'utilizzo delle risorse trasferite

Nel caso, poi, di importi residuali a conguaglio o relativi a *tranche* successive di un'operazione di una certa rilevanza, il ritardo di trasferimento sul capitolo relativo al Fondo si potrebbe verificare per scarsità o incompletezza di informazioni, sanabile solo quando si viene in possesso della quietanza stessa. Inoltre va considerato un ulteriore intervallo di tempo, per la predisposizione del decreto di variazione di bilancio, da parte della Ragioneria Generale, per la registrazione del decreto da parte della Corte dei conti, nonché per la predisposizione del successivo mandato di pagamento, fase conclusiva dell'operazione di trasferimento sul conto 522. A proposito di queste spiegazioni, a parte il caso IMI (823 milioni nel 1994) sul quale ci si è specificamente soffermati, appare piuttosto sorprendente che contabilizzazioni di tale rilevanza vengano ad essere condizionate da così elementari carenze e disguidi di ordine burocratico.

L'Amministrazione ha comunque precisato che, in generale, gli importi più rilevanti sono stati trasferiti in tempi molto brevi, anche nell'arco di un mese, proprio per avere la possibilità di utilizzare interamente le somme necessarie, al fine di procedere ad operazioni di riacquisto o rimborso di titoli di Stato a riduzione del debito, e questo ha implicato una serie di interventi mirati proprio alla contrazione massima dei tempi che caratterizzano i normali adempimenti.

Nei "rari" casi (come la cessione di quote ENI, ENEL e Poste a Cdp) relativi a flussi di entrata cospicui che, invece, sono stati accreditati in tempi "meno rapidi" (con trasferimenti avvenuti nell'arco di sei o otto mesi), la dilazione sarebbe stata, in realtà, voluta, giacché viene spiegata con l'obiettivo di prevenire potenziali ripercussioni negative derivanti dallo spostamento di somme così ingenti dal conto disponibilità, il cui livello sarebbe diminuito in maniera significativa, implicando la necessità di ripristinarne il livello attraverso maggiori emissioni in momenti di mercato poco favorevoli, con conseguente innalzamento del costo del debito. In altri termini, i ricavi delle cessioni sono stati temporaneamente utilizzati per soddisfare esigenze di liquidità del Tesoro senza dover ricorrere all'emissione di nuovi titoli di debito.

In occasione del contraddittorio in sede di Adunanza, l'Amministrazione ha anzitutto premesso che la politica di emissione dei titoli di Stato, posta in essere a copertura del fabbisogno del settore statale, è caratterizzata da principi di regolarità, trasparenza e prevedibilità, nonché dalla flessibilità richiesta dalle condizioni di mercato. È ben noto che la Repubblica Italiana detiene il terzo debito pubblico a livello assoluto (dopo gli Stati Uniti e il Giappone) mentre, in termini di rapporto con il PIL, è l'unico Paese nell'ambito G7 a registrare un valore di tale rapporto superiore al 100%. Per tale motivo, il primo obiettivo di un'accurata gestione del debito si sostanzia nel reperimento delle ingenti risorse necessarie per finanziare lo Stato, alla migliore combinazione possibile di costo e rischio. La limitazione del rischio è elemento imprescindibile di una gestione accorta, che privilegi una prospettiva di sostenibilità di medio-lungo termine. In quest'ottica, nel corso degli anni è stata ridotta gradualmente l'esposizione dello *stock* del debito al rischio di interesse e, contemporaneamente, è stata incrementata la vita residua, diminuendo significativamente il rischio di rifinanziamento.

Conseguentemente, ha sottolineato l'Amministrazione, lo strumento del Fondo Ammortamento Titoli di Stato non può essere svincolato dalla politica di gestione del debito, poiché ciò comporterebbe rilevanti costi e inefficienze gestionali.

---

al conto in Banca d'Italia fu oggetto all'epoca di numerosissime riunioni tra l'allora Direzione Generale del Tesoro (oggi Dipartimento) e la Ragioneria Generale dello Stato. Tale processo di definizione delle regole procedurali, che possono apparire ampiamente scontate una volta a regime, fu in realtà notevolmente complesso e spiega l'intervallo temporale tra l'incasso e il trasferimento delle somme di questa prima operazione.

In questa logica, è stato ribadito come lo spostamento delle somme in parola non sia stato procrastinato in relazione all'opportunità di lucrare un tasso d'interesse maggiore rispetto all'ipotesi dell'immediato accreditamento delle stesse somme al Fondo (la misura della remunerazione nei due casi è equivalente), bensì all'esigenza di godere pro tempore di una giacenza che ha consentito di evitare un affannoso accesso al mercato dei capitali in condizioni reputate non ottimali, con le potenziali dannose conseguenze in termini di accoglimento dei quantitativi in offerta. Infatti, un riacquisto di titoli avvenuto utilizzando le disponibilità del Fondo, ma dovendo nel contempo emettere nuovi *bond* per far riaffluire risorse sul conto disponibilità, avrebbe prodotto l'effetto di aumentare in maniera duratura il costo del debito o, addirittura, di non ottenere la completa copertura dell'asta. Infatti, il costo di un'emissione effettuata forzando le capacità di assorbimento del mercato non si circoscrive alla singola operazione di collocamento, ma si ripercuote stabilmente sul costo di finanziamento in generale, in quanto il mercato stesso, interpretando come in difficoltà l'emittente che si espone in contesti poco favorevoli, acquista solo a un costo più elevato per il debitore e impiega parecchio tempo a ridimensionarlo.

Per chiarire quanto questo vincolo di ripristino delle giacenze del conto disponibilità sia cogente, l'Amministrazione ha ricordato che il livello di tali giacenze presenta amplissime fluttuazioni inframensili ed uno dei più delicati e impegnativi compiti del gestore del debito pubblico è quello di assicurare che detto conto sia sempre positivo. In caso contrario, infatti, si configurerebbe una violazione del divieto di finanziamento monetario delle pubbliche amministrazioni da parte della Banca centrale, sancito dal Trattato di Maastricht. Di conseguenza, la legge 483/1993, ora inglobata nel TU del debito pubblico (v. art. 5 del D.P.R. 30 dicembre 2003, n. 398), prevede il blocco immediato di tutti i pagamenti in caso di saldo del conto negativo, evenienza che, come si comprende, avrebbe ripercussioni gravissime non solo dal punto di vista economico e sociale, ma anche di reputazione del Paese nei confronti della comunità internazionale.

Avuto riguardo di quanto sopra esposto, osserva l'Amministrazione, l'utilizzo delle disponibilità del Fondo è sempre stato incentrato in un'ottica di gestione dei rischi, in particolare tenendo conto delle criticità che si presentavano sotto forma di concentrazione delle scadenze. Si evidenzia, inoltre, a questo specifico proposito, come tale politica non abbia in alcun modo rappresentato una violazione dei principi comunitari di equilibrio e stabilità patrimoniale rispetto ai quali il Fondo Ammortamento è stato voluto e successivamente gestito, poiché in nessun caso una dismissione di valori patrimoniali è stata eseguita dall'Amministrazione con la mera finalità di lucrare interessi sulle giacenze dei proventi. Tutti i proventi derivanti dalle vendite sono stati utilizzati, come ampiamente certificato, per il riacquisto delle passività esistenti o per il rimborso di quelle in scadenza ed il momento scelto per il loro utilizzo è stato determinato con l'obiettivo di massimizzare i benefici della riduzione dello *stock* di debito in maniera duratura.

A tal proposito, a parte la considerazione che i casi di lunga dilazione non sono stati rari, ma frequenti, le richieste istruttorie della Corte miravano esclusivamente a chiarire che i ritardi nel trasferimento al FATS delle somme accreditate al bilancio fossero effettivamente serviti ai fini dell'ottimizzazione della gestione del debito e non fossero, invece, in tutto o in parte, il sintomo di inefficienze gestionali.<sup>89</sup>

---

<sup>89</sup> In questa ottica appare ridondante il chiarimento fornito dall'Amministrazione che sia il Fondo d'ammortamento dei titoli di Stato sia il conto disponibilità (sul quale vengono depositati gli importi che

**Tabella 35 - Fondo per l'Ammortamento dei titoli di Stato: versamenti da privatizzazioni effettuati nell'anno successivo a quello dell'operazione - Gestioni dal 1994 al 2007**

| Operazioni   | Data di entrata in bilancio | Valore di bilancio (in milioni di euro) | Data trasferimento al Conto 522 c/o BI |
|--|-----------------------------|---|--|
| Privatizzazione ENI  | dal 5 al 29/12/95           | 2.972,66                                | 18/03/96                               |
| <b>Totale 1995</b>   |                             | <b>2.972,66</b>                         |  |
| Privatizzazione ENI  | dal 5 al 29/12/96           | 3.762,96                                | 03/02/97                               |
| Privatizzazione ENI  | 12/12/96                    | 597,97                                  | 03/02/97                               |
| Privatizzazione ENI  | 24/12/96                    | 149,15                                  | 21/03/97                               |
| <b>Totale 1996</b>   |                             | <b>4.510,08</b>                         |  |
| Privatizzazione SEAT S.p.a.  | 25/11/97                    | 842,14                                  | 25/02/98                               |
| Vendita diritti Banco di Napoli                                    | 04/12/97                    | 0,34                                    | 14/09/98                               |
| Privatizzazione San Paolo (saldo finale)                           | 16/12/97                    | 0,03                                    | 08/06/98                               |
| <b>Totale 1997</b>   |                             | <b>842,52</b>                           |  |
| Conguaglio azioni SEAT S.p.a.                                      | 12/05/98                    | 5,40                                    | 21/12/99                               |
| <b>Totale 1998</b>   |                             | <b>5,40</b>                             |  |
| Titoli convertiti in azioni INA                                    | 17/08/99                    | 122,21                                  | 22/12/00                               |
| Privatizzazione ENEL green shoe                                    | 14/12/99                    | 883,27                                  | 14/04/00                               |
| Privatizzazione Mediocredito Centrale                              | 17/12/99                    | 2.016,26                                | 14/04/00                               |
| <b>Totale 1999</b>   |                             | <b>3.021,73</b>                         |  |
| Titoli convertiti in azioni INA                                    | 26/09/00                    | 17,90                                   | 04/12/01                               |
| Privatizzazione Mediocredito Lombardo                              | 28/09/00                    | 38,69                                   | 09/01/01                               |
| IRI - anticipo liquidazione  | 27/11/00                    | 4.131,66                                | 01/03/01                               |
| Banco Napoli - OPA San Paolo                                       | 01/12/00                    | 493,60                                  | 01/03/01                               |
| <b>Totale 2000</b>   |                             | <b>4.681,85</b>                         |  |
| Dismissione partecipazione in INA-GENERALI S.p.A.                  | 09/04/02                    | 76,95                                   | 16/05/03                               |
| Cessione azioni Medioc. Fondiario Centroitavia S.p.A.              | 17/05/02                    | 5,61                                    | 16/05/03                               |
| Privatizzazioni Telecom (quota residua)                            | 12/12/02                    | 1.430,77                                | 14/05/03                               |
| <b>Totale 2002</b>   |                             | <b>1.513,33</b>                         |  |
| Vendita Ente Tabacchi Italiani                                     | 23/12/03                    | 2.310,00                                | 15/03/04                               |
| Cessione alla C.D.P. S.p.A. di quote ENEL, ENI, e Poste Italiane   | 12/12/03                    | 10.991,04                               | 03/08/04                               |
| Vendita 30% C.D.P. S.p.A. a favore di 65 Fondazioni bancarie       | 30/12/03                    | 1.050,00                                | 03/08/04                               |
| <b>Totale 2003</b>   |                             | <b>14.351,04</b>                        |  |
| Privatizzazione ENEL (3°Tranche)                                   | 27/10/04                    | 7.500,00                                | 21/04/05                               |
| <b>Totale 2004</b>   |                             | <b>7.500,00</b>                         |  |
| Cessione diritti di opzione Alitalia S.p.A.                        | 29/11/05                    | 10,62                                   | 20/11/06                               |
| <b>Totale 2005</b>   |                             | <b>10,62</b>                            |  |
| Quota OPA volontaria azioni proprie Telecom Italia Media S.p.A.    | 01/07/05                    | 0,87                                    | 04/12/2007*                            |
| <b>Totale 2007</b>   |                             | <b>0,87</b>                             |  |
| <b>TOTALE</b>  |                             | <b>39.410,10</b>                        |  |
| <b>Totale entrate al FATS derivanti da privatizzazioni 1994-07</b> |                             | <b>94.478,6</b>                         |  |
| <b>Incidenza %</b>   |                             | <b>41,7</b>                             |  |

(\*): In conto residui 2005.

Elaborazione Cdc su dati MEF: allegati alla Relazione al Parlamento sul FATS, vari anni.

Nella Tabella 36 ai dati sulle privatizzazioni effettuate dal MEF per ciascun anno - proventi netti e risparmio indotto sulla spesa per interessi passivi sul debito - sono stati affiancati quelli relativi agli importi trasferiti al FATS. A fronte dei 94,7

affluiscono sui capitoli di entrata) sono detenuti dal Ministero dell'economia presso la Banca d'Italia e beneficiano di una remunerazione, corrispondente al tasso di interesse medio dei buoni ordinari del Tesoro, calcolato su base semestrale, così come disposto dagli articoli 5 e 46 del DPR 30 dicembre 2003 n. 398 - Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico. Per cui, i minori introiti per interessi percepiti sul conto intestato al Fondo sarebbero stati compensati da maggiori analoghi incassi maturati sul conto disponibilità.

miliardi di proventi netti si sarebbe avuto un risparmio indotto in termini di interessi passivi sul debito pari a circa 38 miliardi, importo stimato dal MEF sulla base degli importi affluiti al capitolo 4055 ed utilizzando per ciascun anno il tasso medio ponderato all'emissione dei titoli di Stato.

A proposito di questi dati, si deve peraltro precisare che:

- in presenza dello sfasamento temporale di cui si è parlato, non si è proceduto a sommare gli importi per ciascun anno e sono stati accorpati, in corrispondenza di alcune operazioni, gli importi presenti sui dati del FATS in anni diversi;
- dai dati sulle risorse affluite al Fondo non è possibile riscontrare gli incassi dell'operazione effettuata dal Tesoro nel 2008 per Finmeccanica, relativa alla cessione di diritti di opzione, per circa 17 milioni. Ciò si spiega con quanto si legge nella recente Relazione al Parlamento sul FATS presentata dal Ministro il 26 maggio 2009: "...in assenza di assegnazioni straordinarie, ed in relazione al tardivo afflusso (novembre 2008) delle somme rivenienti da operazioni di privatizzazioni ..., nel 2008 l'attività del Fondo è stata limitata alla gestione amministrativa";
- nei dati relativi al FATS sono riportati anche i valori di bilancio riferiti alle operazioni: IRI - anticipo liquidazione per 5.681 milioni, MPS MERCHANT S.p.a. per 17,7 milioni e la cessione alla CDP di quote ENEL, ENI e Poste Italiane per 10.991 milioni. Aggiungendo tali importi al totale delle risorse indicato nella Tavola, pari a 81,6 miliardi, si ritorna al complesso delle risorse trasferite al FATS tra il 1994 ed il 2007, pari a 98,3 miliardi.

**Tabella 36 - Privatizzazioni MEF: proventi, risparmio interessi passivi e entrate FATS**  
(in milioni)

| <b>Sintesi delle operazioni effettuate dal MEF al 31 ottobre 2008</b> |                |                       |   |                                |
|---|----------------|-----------------------|---|--------------------------------|
| <b>Società</b>  | <b>Tranche</b> | <b>Proventi netti</b> | <b>Risparmio indotto interessi passivi sul debito</b> | <b>FATS valori di bilancio</b> |
| <b>Anno 1994</b>  |                | <b>3.224,10</b>       | <b>3.011,86</b>                                       |                                |
| IMI   | 1              | 884,74                |   | 822,77                         |
| INA   | 1              | 2.339,36              |   | 2.234,95                       |
| <b>Anno 1995</b>  |                | <b>4.499,48</b>       | <b>3.455,40</b>                                       |                                |
| IMI   | 2              | 471,71                |   | 471,70                         |
| INA   | 2              | 868,87                |   | 869,94                         |
| ENI   | 1              | 3.158,91              |   | 2.972,66                       |
| <b>Anno 1996</b>  |                | <b>6.344,21</b>       | <b>4.116,72</b>                                       |                                |
| INA   | 3              | 1.651,00              |   |                                |
| IMI   | 3              | 254,82                |   | 254,81                         |
| ENI   | 2              | 4.438,40              |   | 4.510,08                       |
| <b>Anno 1997</b>  |                | <b>19.192,82</b>      | <b>10.013,44</b>                                      |                                |
| S. Paolo TO   |                | 143,27                |   | 143,27                         |
| B. Napoli   | 1              | 31,85                 |   | 24,72                          |
| ENI   | 3              | 6.634,20              |   | 6.654,86                       |
| Telecom Italia  | 1              | 11.529,76             |   | 11.531,28                      |
| Seat  |                | 853,74                |   | 847,55                         |
| <b>Anno 1998</b>  |                | <b>9.955,35</b>       | <b>4.405,77</b>                                       |                                |
| ENI   | 4              | 6.558,43              |   | 6.561,06                       |
| BNL   | 1              | 3.396,92              |   | 3.397,06                       |
| <b>Anno 1999</b>  |                | <b>18.292,38</b>      | <b>7.069,07</b>                                       |                                |
| ENEL  | 1              | 16.254,51             |   | 16.228,69                      |
| UNIM  |                | 21,61                 |   | 21,61                          |
| Med. Centrale   |                | 2.016,26              |   | 2.016,26                       |
| <b>Anno 2000</b>  |                | <b>583,97</b>         | <b>194,44</b>   |                                |
| CIS   |                | 21,71                 |   | 21,71                          |
| Meliorbanca   |                | 29,97                 |   | 29,97                          |
| Med. Lombardo   |                | 38,69                 |   | 38,69                          |
| B. Napoli   | 2              | 493,60                |   | 493,60                         |
| <b>Anno 2001</b>  |                | <b>2.865,45</b>       | <b>780,26</b>   |                                |
| ENI   | 5              | 2.699,06              |   | 2.699,06                       |
| S. Paolo IMI  |                | 80,13                 |   | 54,30                          |
| Beni stabili  |                | 2,31                  |   | 2,31                           |
| Med. Centrale   |                | 1,17                  |   | 1,17                           |
| BNL   | 2              | 76,86                 |   | 76,86                          |
| Med. Umbria   |                | 5,93                  |   |                                |
| <b>Anno 2002</b>  |                | <b>1.532,51</b>       | <b>344,80</b>   |                                |
| Cariverona  |                | 0,33                  |   | 0,32                           |
| Mediovenezie  |                | 0,11                  |   | 0,11                           |
| Med. Toscano  |                | 17,73                 |   |                                |
| INA- Generali   |                | 76,07                 |   | 76,95                          |
| Med. Fondiario C.   |                | 5,61                  |   | 5,61                           |
| Telecom Italia  | 2              | 1.432,67              |   | 1.430,77                       |
| <b>Anno 2003</b>  |                | <b>16.589,35</b>      | <b>3.098,14</b>                                       |                                |
| Med. FVG  |                | 60,96                 |   | 59,46                          |
| ENEL  | 2              | 2.172,61              |   | 2.170,11                       |
| ETI   |                | 2.314,74              |   | 2.310,00                       |
| ENEL  |                | 3.156,47              |   |                                |
| ENI   |                | 5.315,83              |   |                                |
| Poste Italiane  |                | 2.518,74              |   |                                |
| CDP   |                | 1.050,00              |   | 1.050,00                       |
| <b>Anno 2004</b>  |                | <b>7.533,80</b>       | <b>1.170,58</b>                                       |                                |
| Coopercredito   |                | 15,32                 |   | 15,32                          |
| ENEL  | 3              | 7.518,48              |   | 7.500,00                       |
| <b>Anno 2005</b>  |                | <b>4.064,41</b>       | <b>511,91</b>   |                                |
| Fime  |                | 4,30                  |   | 4,30                           |
| ENEL  | 4              | 4.046,12              |   | 4.020,00                       |
| Telecom It. Media   |                | 0,87                  |   | 0,87                           |
| Alitalia  |                | 13,12                 |   | 10,62                          |
| <b>Anno 2008</b>  |                | <b>16,95</b>          | <b>0,23</b>   |                                |
| Finmeccanica  |                | 16,95                 |   | n.d.                           |
| <b>Totale</b>   |                | <b>94.694,80</b>      | <b>38.172,62</b>                                      | <b>81.635,37</b>               |

Fonte: elaborazioni Cdc su dati MEF.

## 9. Valutazione dell'impatto delle privatizzazioni

In questo capitolo si cercherà di valutare quali siano state le più importanti conseguenze a livello economico e finanziario del processo di privatizzazione. L'analisi proposta è difficile perché non esiste un consenso unanime sulla definizione stessa di privatizzazione e la valutazione dei suoi effetti può naturalmente fornire risultati diversi a seconda che si consideri la privatizzazione formale, la vendita di partecipazioni, il trasferimento del controllo di una società a partecipazione pubblica o la sua totale dismissione. In quanto segue, le privatizzazioni vengono intese nell'accezione più ampia, considerando operazioni che comportano il trasferimento di diritti patrimoniali in società partecipate da enti pubblici a investitori privati. In alcuni casi, operazioni di "privatizzazione" non comportano una simmetrica riduzione dei diritti patrimoniali qualora l'acquirente risulti anch'esso a partecipazione pubblica. In questo caso, per valutare l'effettiva privatizzazione della società verrà presentata la struttura dei diritti patrimoniali e di controllo tenendo conto delle partecipazioni dirette e indirette dello Stato.

La letteratura ha evidenziato diversi canali che possono spiegare gli effetti delle privatizzazioni sulla *performance* delle imprese. Il fenomeno delle privatizzazioni parziali è stato studiato con l'esame dell'impatto della quotazione in borsa di un vasto campione di società indiane, riscontrando un significativo miglioramento nei tradizionali indicatori di performance operativa e finanziaria<sup>90</sup>. La quotazione in borsa, anche nel caso in cui la società rimanga a controllo pubblico, svolge quindi un ruolo cruciale negli incentivi manageriali. La pressione del mercato finanziario induce una maggiore trasparenza e un significativo miglioramento nella *corporate governance* delle imprese privatizzate.

Analisi condotte su un vasto campione di società privatizzate nei paesi OCSE giungono a conclusioni più sfumate sugli effetti del trasferimento del controllo nelle società quotate. È stato dimostrato che il *market-to-book*<sup>91</sup> delle privatizzate, adeguatamente confrontato a un campione di controllo, risulta crescente con la quota di diritti residuali di controllo dell'azionista pubblico, a conferma dello sconto in termini di valutazione subito dalle società completamente privatizzate<sup>92</sup>. Questi risultati empirici appaiono coerenti con l'ipotesi che vede l'azionista pubblico non solo come fonte di interferenza politica, ma anche di benefici per le imprese partecipate, sotto forma di garanzie implicite, capacità di salvataggio, contratti e regolazione favorevole.

Nella tabella 37 viene riportata informazione di dettaglio sulla struttura proprietaria delle principali società privatizzate dal MEF. Viene indicata la quota venduta dal MEF e i diritti patrimoniali e di controllo residui dello Stato al 2007. I primi sono dati dalla somma dei prodotti delle partecipazioni dello Stato lungo tutte le catene di controllo, i secondi sono invece dati dalla somma dei minimi dei valori delle stesse partecipazioni<sup>93</sup>. La tabella riporta anche l'eventuale presenza di *golden share*, così come definite nel paragrafo 5.5.

I dati mostrano chiaramente che il governo italiano, almeno per quanto riguarda le società di maggiori dimensioni, detiene oggi saldamente il controllo nelle imprese di maggiori dimensioni. Questo dato non sorprende: i governi dei paesi OCSE detengono oggi quote di maggioranza o poteri speciali nei due terzi delle società privatizzate, a conferma di una generale riluttanza a cedere il controllo in

---

<sup>90</sup> Gupta (2002).

<sup>91</sup> Rapporto tra valore di mercato e valore contabile del patrimonio netto.

<sup>92</sup> Bortolotti e Faccio (2006).

<sup>93</sup> Shleifer and Vishny, 1986.

particolare nei settori strategici<sup>94</sup>. In Italia la riluttanza a cedere il controllo pubblico nel settore dell'energia (ENI, ENEL), ma non solo, è stato di recente confermato, come si è visto, anche dall'ultimo Dpef.

---

<sup>94</sup> Bortolotti e Faccio (2008).

**Tabella 37 - Le Partecipazioni Statali nelle maggiori Imprese Privatizzate<sup>(a)</sup>, 2007**

| <b>Società</b>                                | <b>Totale Attivo (milioni)</b> | <b>Quota venduta</b> | <b>Partecipazione dello Stato (OR) al 31/12/2007<sup>(b)</sup></b> | <b>Diretta (OR)</b> | <b>Indiretta (OR)</b> | <b>Partecipazione dello Stato (CR) al 31/12/2007<sup>(c)</sup></b> | <b>Diretta (CR)</b> | <b>Indiretta (CR)</b> | <b>GS<sup>(d)</sup></b> |
|---|--------------------------------|----------------------|--|---------------------|-----------------------|--|---------------------|-----------------------|-------------------------|
| TELECOM S.P.A.                                | 89.457                         | 48,20                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | GS                      |
| ENI S.P.A.                                    | 88.312                         | 71,24                | 27,31  | 20,31               | 7,00                  | 30,31  | 20,31               | 10,00                 | GS                      |
| ENEL S.P.A.                                   | 54.500                         | 67,92                | 29,09  | 21,84               | 7,25                  | 32,19  | 21,84               | 10,35                 | GS                      |
| FINMECCANICA S.P.A.                           | 23.298                         | 43,70                | 33,90  | 33,90               | 0,00                  | 33,90  | 33,90               | 0,00                  | GS                      |
| BORSA ITALIANA S.P.A.                         | 21.313                         | 10,91                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| AUTOSTRADE PER L'ITALIA S.P.A.                | 14.357                         | 87,00                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| SNAM RETE GAS S.P.A.                          | 10.383                         | 49,50                | 16,67  | 0,00                | 16,67                 | 30,31  | 0,00                | 30,31                 | GS                      |
| SAIPEM S.P.A.                                 | 9.531                          | 18,75                | 11,72  | 0,00                | 11,72                 | 30,31  | 0,00                | 30,31                 |                         |
| TERNA S.P.A.                                  | 6.290                          | 63,86                | 1,12   | 0,00                | 1,12                  | 5,12   | 0,00                | 5,12                  | GS                      |
| FINCANTIERI - CANTIERI NAVALI ITALIANI S.P.A. | 6.175                          | 17,00                | 95,31  | 0,00                | 95,31                 | 95,31  | 0,00                | 95,31                 |                         |
| SEAT S.P.A.                                   | 5.227                          | 61,27                | 0,01   | 0,01                | 0,00                  | 0,01   | 0,01                | 0,00                  |                         |
| ALITALIA S.P.A.                               | 4.184                          | 52,30                | 49,90  | 49,90               | 0,00                  | 49,90  | 49,90               | 0,00                  |                         |
| AUTOGRILL S.P.A.                              | 2.586                          | 15,20                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| AEROPORTI DI ROMA S.P.A.                      | 2.544                          | 96,20                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| CEMENTIR - CEMENTERIE DEL TIRRENO S.P.A.      | 1.686                          | 51,78                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| TIRRENIA DI NAVIGAZIONE S.P.A.                | 1.472                          | 15,00                | 100,00   | 0,00                | 100,00                | 100,00   | 0,00                | 100,00                |                         |
| DALMINE S.P.A.                                | 1.334                          | 84,08                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| LOTTOMATICA S.P.A.                            | 1.120                          | 38,80                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| ITALTEL GROUP S.P.A.                          | 1.110                          | 40,00                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| ANSALDO STS S.P.A.                            | 950                            | 52,17                | 12,98  | 0,00                | 12,98                 | 32,45  | 0,00                | 32,45                 |                         |
| SOCIETA' ITALIANA PER CONDOTTE D'ACQUA S.P.A. | 799                            | 45,60                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| SIRTI S.P.A.                                  | 723                            | 40,00                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| GS S.P.A.                                     | 508                            | n.d.                 | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| MONTEFIBRE S.P.A.                             | 365                            | 66,40                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| GARBOLI S.P.A.                                | 245                            | 100,00               | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| BASICTEL S.P.A.                               | 208                            | 60,00                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| EURALLUMINA S.P.A.                            | 186                            | 52,10                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| ALCANTARA S.P.A.                              | 160                            | n.d.                 | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |
| CIRIO BERTOLLI S.P.A.                         | 148                            | 62,40                | 0,00   | 0,00                | 0,00                  | 0,00   | 0,00                | 0,00                  |                         |

(a) La tabella riporta le imprese con un attivo totale superiore a 100 milioni di Euro secondo l'ultimo bilancio disponibile.

(b) Indica la percentuale di partecipazione statale calcolata come prodotto lungo la catena di controllo.

(c) Indica la percentuale di partecipazione statale calcolata secondo il metodo del *weakest link*.

(d) Indica la presenza della cosiddetta *golden share*, l'azione che attribuisce poteri speciali allo Stato.

Fonte: Elaborazioni su Securities Data Corporation

Nel prosieguo del capitolo si cercherà di fornire alcune indicazioni su principali effetti delle privatizzazioni considerando: (i) gli andamenti della performance operativa e finanziaria delle società privatizzate, (ii) gli effetti sui consumatori nell'ambito dei servizi di interesse generali, (iii) gli effetti sulla finanza pubblica, e infine (iv) l'impatto sul mercato finanziario.

### 9.1 Gli effetti sulla performance delle imprese

Nei capitoli precedenti si è cercato di fornire un quadro per quanto possibile completo della rilevanza delle società a partecipazione statale nell'economia italiana, sia presente che passata. E' certamente utile cercare di affrontare, seppur in modo che andrebbe ulteriormente approfondito, il tema molto complesso della loro *performance*. Nello studio della *performance* si è fatto riferimento a tutte quelle società che sono, o sono state, partecipate dall'Amministrazione Centrale: si è considerato, quindi, un campione di imprese che possono essere ad oggi totalmente pubbliche, parzialmente o totalmente privatizzate. Il tentativo è stato di mettere in relazione alcuni indicatori con le strutture proprietarie prevalenti.

La banca dati AMADEUS rende disponibili i bilanci delle 106 imprese che sono state considerate, pur presentando alcuni dati mancanti<sup>95</sup>. Utilizzando diverse poste di conto economico e stato patrimoniale, sono stati costruiti una serie di indici di redditività, di efficienza gestionale e di solidità patrimoniale delle società a partecipazione statale, privatizzate. La redditività viene misurata attraverso il MOL (margine operativo lordo, o EBITDA) sul fatturato, che valuta la bontà della gestione caratteristica aziendale, escludendo la spesa per interessi, accantonamenti, imposte e partite straordinarie, che potrebbero alterare temporaneamente la *performance* dell'impresa. Gli indici di efficienza gestionale sono invece l'utile per addetto e il costo del lavoro rapportato al fatturato. Infine, si valutano le scelte finanziarie attraverso il rapporto debito totale sull'attivo totale.<sup>96</sup>

E' evidente come la discussione di questi dati debba essere improntata a grande cautela. In particolare, spesso le scelte di prezzo di alcune privatizzate riflettono alcune (anche legittime) preoccupazioni di carattere politico e sociale, così che la presenza di ricavi limitati può in realtà essere riflesso di decisioni politiche circa il prezzo, più che di inefficienza nella gestione o nel *marketing* dei servizi erogati. Allo stesso modo, i costi di produzione possono essere coperti o tramite ricavi della vendita del servizio, o tramite trasferimenti effettuati da enti pubblici all'interno di un rapporto regolato da un contratto di servizio. Come *extrema ratio*, si possono anche generare perdite che gli azionisti pubblici dovranno presto o tardi ripianare. Mentre la scelta tra far sostenere il costo agli utenti e coprirlo attraverso trasferimenti fa riferimento ad una dimensione politica piuttosto chiara, risulta meno ovvio capire perché l'amministrazione centrale spesso consenta alle partecipate di generare deficit (come si vedrà) anche considerevoli al netto dei trasferimenti, sapendo che le perdite di un dato esercizio dovranno comunque essere coperte negli esercizi successivi, a meno di non erodere in modo permanente il patrimonio netto.

---

<sup>95</sup> La banca dati AMADEUS è prodotta da Bureau van Dijk e contiene i dati di bilancio di 7 milioni di società in 38 paesi europei. Oltre alla ricerca dei dati della singola impresa, permette di selezionare gruppi di imprese per settore, area geografica, fondamentali, parametri di conto economico e stato patrimoniale. Consente l'elaborazione dei dati e la loro esportazione in foglio elettronico e l'estrazione di grafici. I dati di ogni società possono essere esaminati all'interno di un *default peer group* del medesimo settore di attività entro il quale compiere il *ranking* dei singoli indicatori. Maggiori informazioni all'indirizzo <http://www.bvdep.com/AMADEUS.html>.

<sup>96</sup> E' noto come per ciascuna di queste dimensioni possano essere utilizzati indicatori differenti; se si è deciso di presentare solo un sottoinsieme delle possibilità esistenti, è però interessante notare come conclusioni qualitativamente analoghe si raggiungerebbero utilizzando indicatori diversi.

La Figura 11 presenta la disaggregazione dei valori medi per settore nel periodo 1996-2006. In media, le società del campione hanno una redditività del 16% in termini di MOL su fatturato. Nel periodo considerato, le società più redditizie sembrano essere quelle appartenenti al settore delle telecomunicazioni, del petrolio, delle *utilities* e dei trasporti. Significativamente inferiore appare la redditività dei settori dei servizi (che include le poste) e del manifatturiero. L'efficienza gestionale misurata in termini di utile per addetto (Figura 12) mostra in modo chiaro uno scarto significativo a favore del settore petrolifero, delle *utilities* e del settore dei trasporti, che ha registrato forti incrementi soprattutto negli ultimi anni. Da segnalare anche le perdite emerse negli ultimi anni nel settore dei servizi e del manifatturiero. Il quadro sul fronte del costo del lavoro (Figura 13) conferma un'elevata produttività nel settore petrolifero a fronte dei bassi livelli dei servizi e dei trasporti. I settori più indebitati appaiono ancora i trasporti e le telecomunicazioni, mentre i servizi e il settore petrolifero sembrano quelli dotati di una più elevata patrimonializzazione (Figura 14).

Al di là del confronto settoriale, le figure 15-18 mettono in luce l'andamento degli indicatori di performance in relazione alle partecipazioni residue dell'Amministrazione Centrale, distinguendo società che sono state completamente o parzialmente privatizzate (o sotto il controllo pubblico attraverso *golden share*), o ancora a partecipazione pubblica totalitaria. Le società sono state classificate secondo questo criterio facendo riferimento alle eventuali partecipazioni residue a fine 2007.

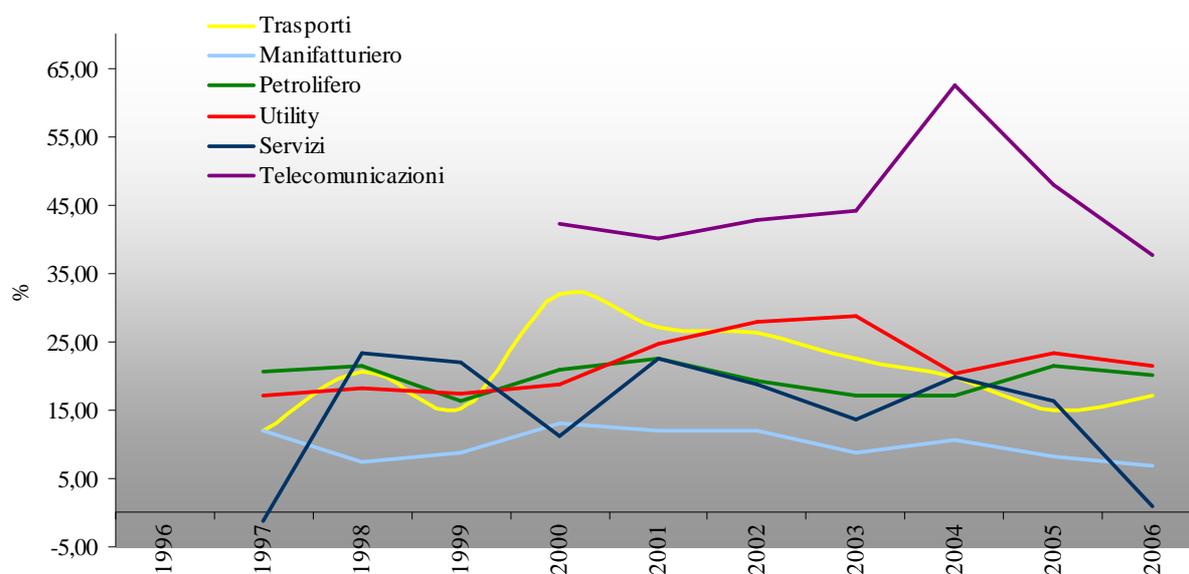
In media, il MOL sul fatturato (Figura 15) risulta crescente con l'intensità della privatizzazione. Le società totalmente privatizzate presentano, infatti, una redditività superiore a quelle privatizzate solo in parte o a quelle ancora completamente pubbliche. I dati sull'efficienza gestionale misurata in termini di utile per addetto (Figura 16) forniscono un quadro meno netto, con un recente e progressivo peggioramento delle performance delle società pubbliche e una sostanziale convergenza fra private e parzialmente privatizzate. Il costo del lavoro sui ricavi (Figura 17) evidenzia invece scarti sostanziali fra società private e pubbliche, a conferma della relazione evidenziata nel caso del MOL. Infine, il debito sull'attivo totale (Figura 18) appare convergere, anche se si registra una forte crescita del *leverage* negli ultimi anni soprattutto nel campione delle società completamente privatizzate.

La tentazione di interpretare queste conclusioni nel senso di individuare un rapporto causa-effetto tra partecipazione privata e maggiore efficienza è forte, ma ovviamente tale interpretazione sarebbe forzata, data l'incompletezza dell'analisi che è stato possibile svolgere. Infatti, non si può ancora escludere che si riscontri una maggiore presenza di azionisti privati "proprio perché" le imprese in questione operano in condizioni oggettivamente più favorevoli, talvolta grazie ai benefici concessi all'impresa dal socio pubblico. In questi casi la "privatizzazione" segue (e non precede) una migliore performance economica e finanziaria. Nuove ricerche empiriche che utilizzino serie temporali delle strutture proprietarie e degli indicatori di *performance* d'impresa potranno eventualmente confutare questa ipotesi alternativa.

Le figure 19-22 presentano invece una diversa disaggregazione dei dati di *performance* distinguendo fra società quotate e non quotate, indipendentemente dal livello di partecipazione pubblica residua. I dati mettono in luce una forte divaricazione di quasi tutti gli indicatori di *performance* fra i due gruppi. Le società quotate sopravanzano sistematicamente le non quotate sia in termini di redditività che di efficienza gestionale, senza mostrare significative differenze in media nei livelli di patrimonializzazione. La stessa cautela è necessaria nell'interpretazione di questi dati in senso causale, ma di certo non si può escludere che la scelta della

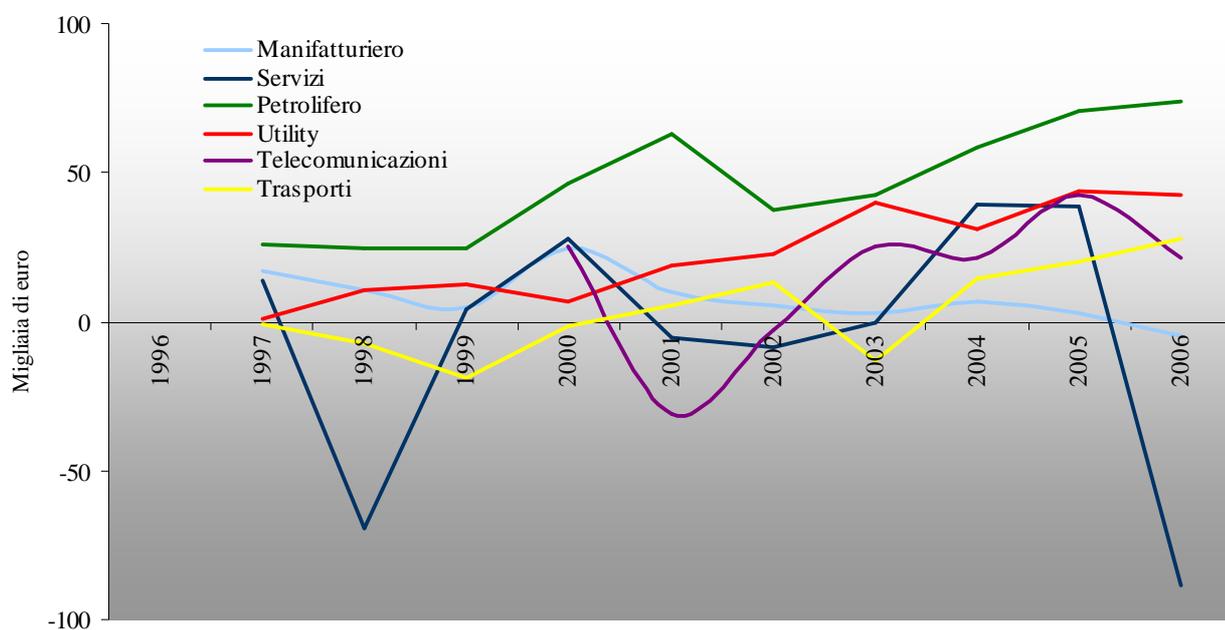
quotazione in borsa per le società pubbliche sia stata uno degli elementi di successo nel processo di privatizzazione almeno dal punto di vista delle imprese e dei loro azionisti.

**Figura 11. Margine Operativo Lordo/Ricavi delle società partecipate dallo Stato**



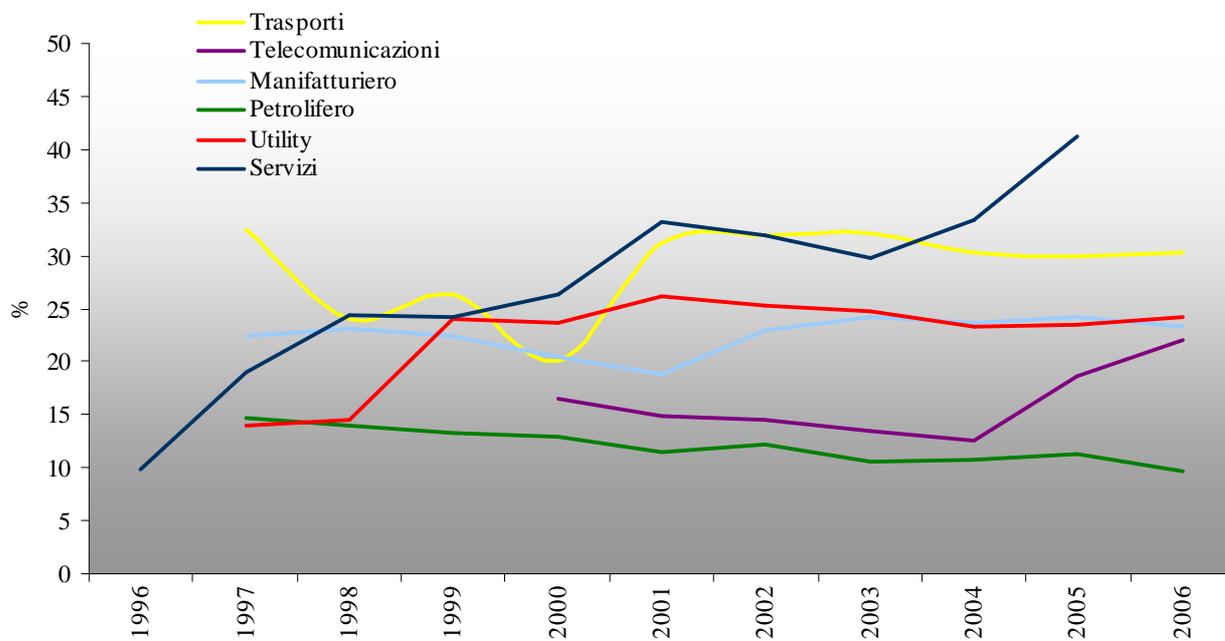
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 12. Utile per Addetto delle società partecipate dallo Stato**



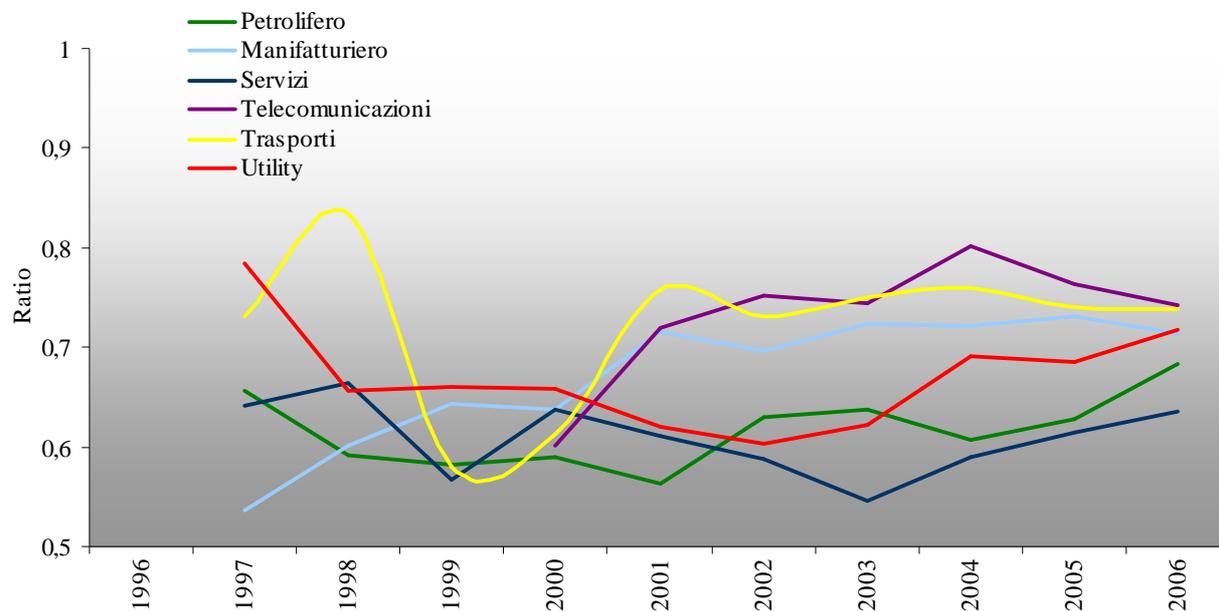
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 13. Costo del Lavoro/Ricavi delle società partecipate dallo Stato**



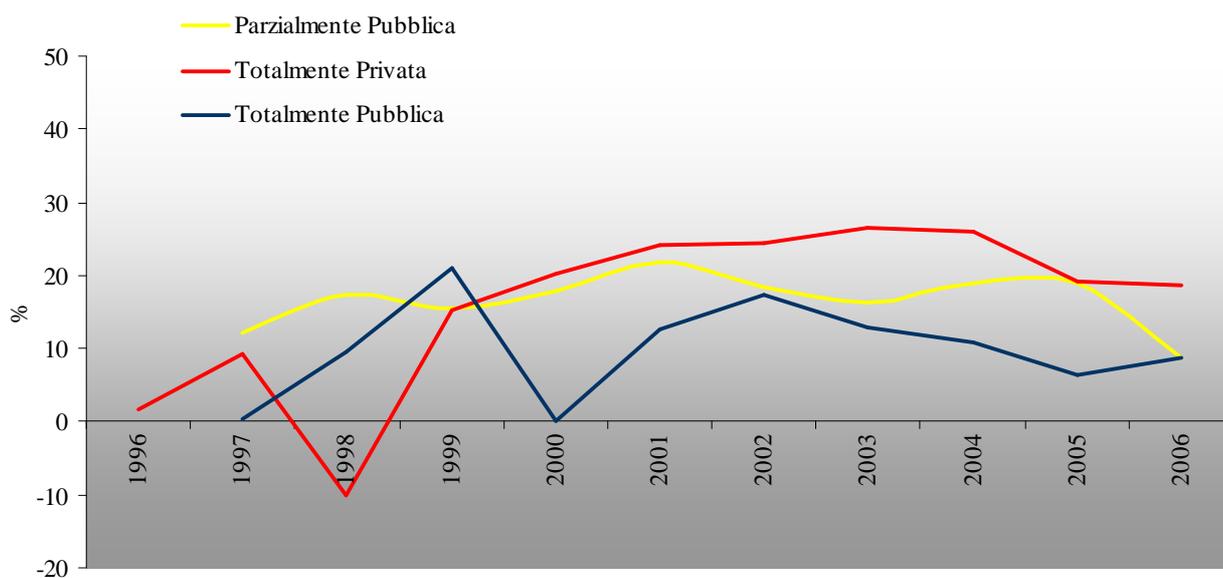
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 14. Debito/Attivo Totale delle società partecipate dallo Stato**



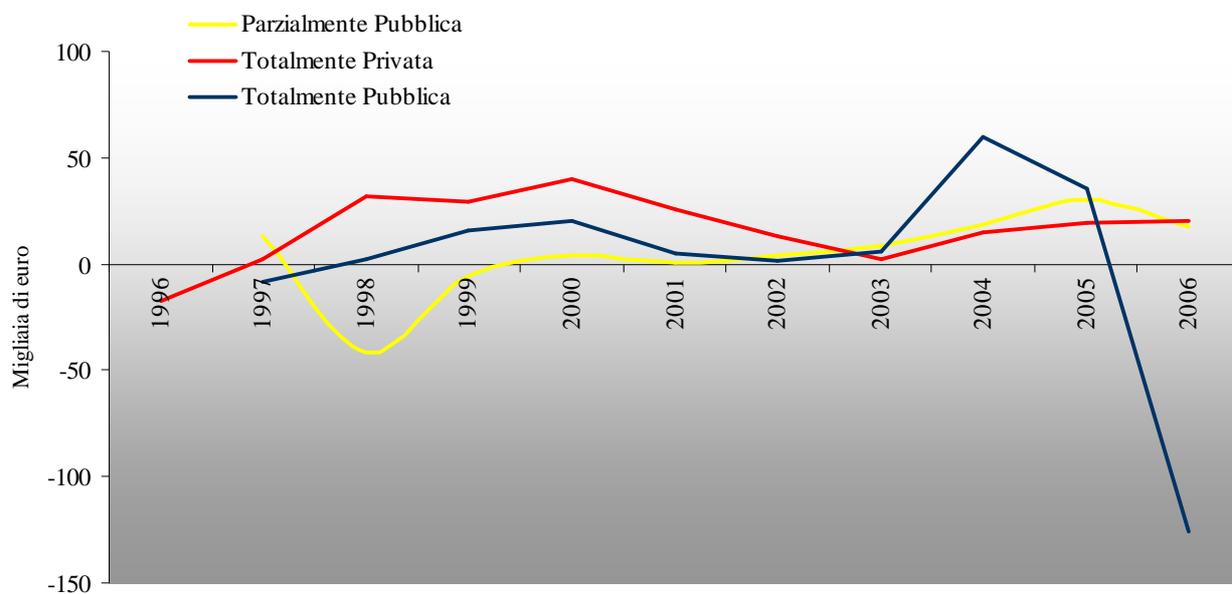
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 15. Margine Operativo Lordo/Ricavi delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue**



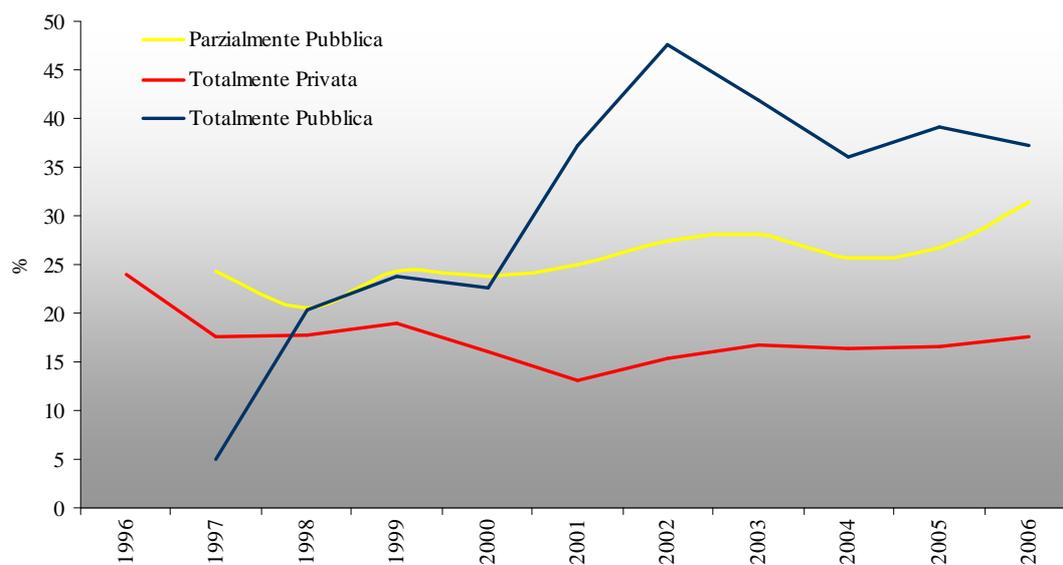
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 16. Utile per Addetto delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue**



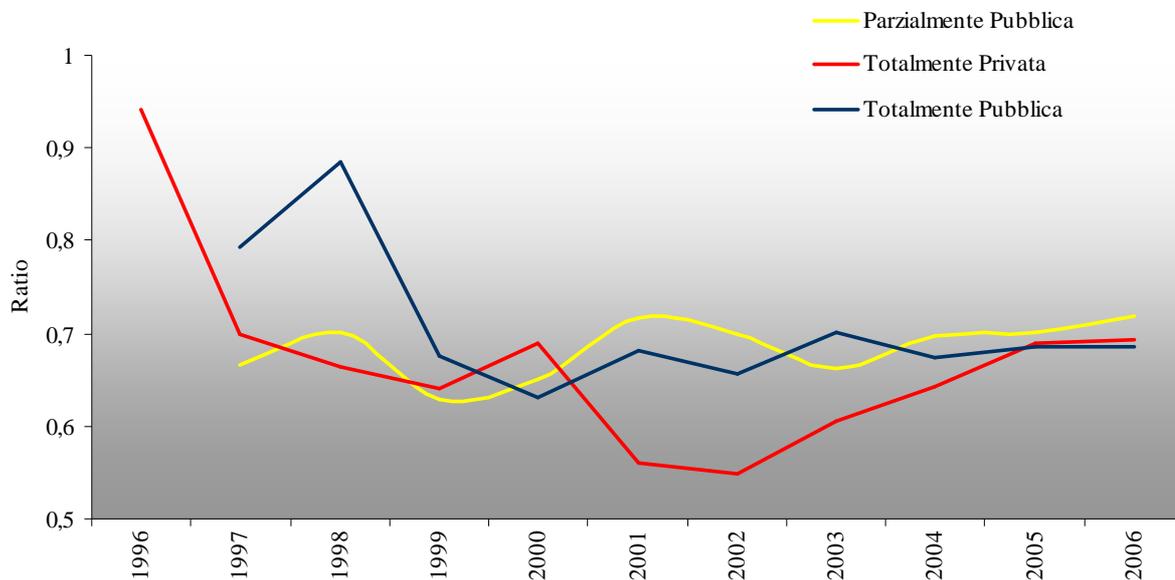
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 17. Costo del Lavoro/Ricavi delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue**



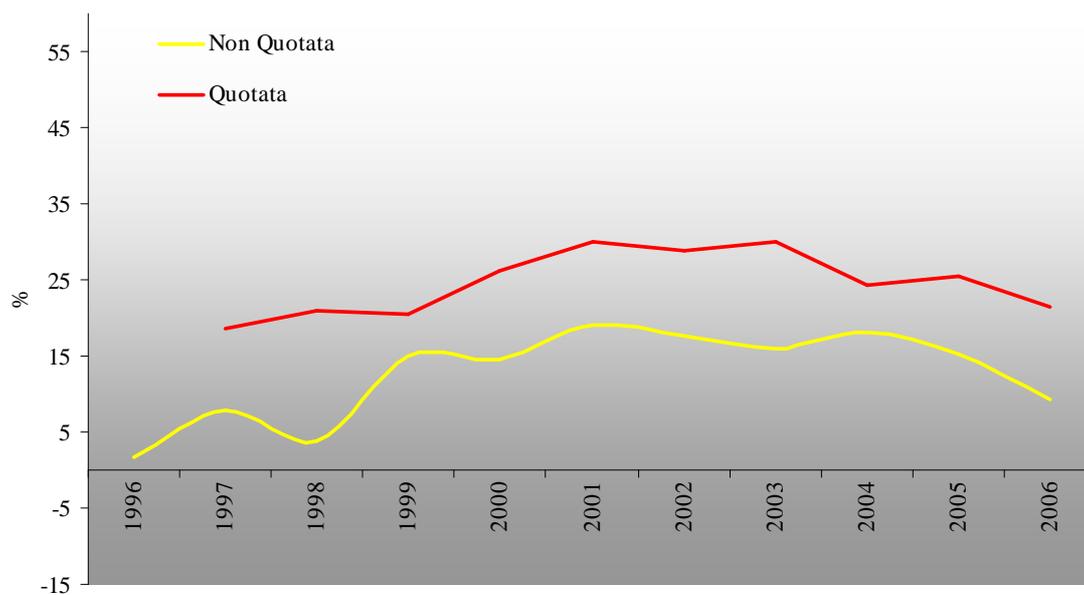
Fonte: *Elaborazioni su banca dati Amadeus*

**Figura 18. Debito/Attivo Totale delle SP dallo Stato in relazione alle quote residue**



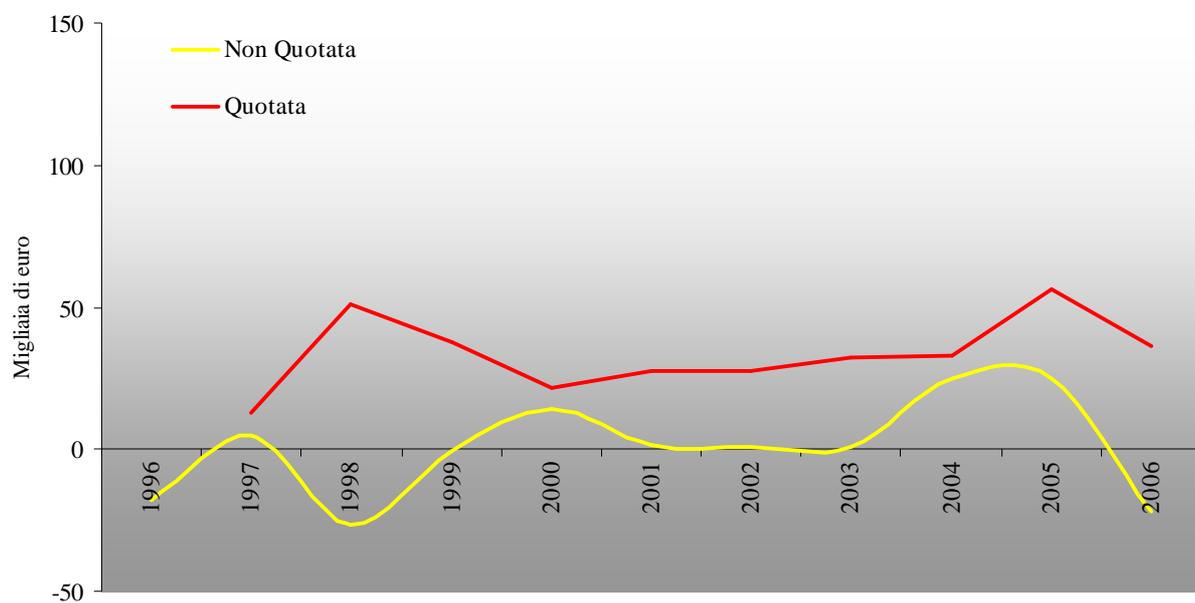
Fonte: Elaborazioni su banca dati Amadeus

**Figura 19. Margine Operativo Lordo/Ricavi delle società partecipate dallo Stato**



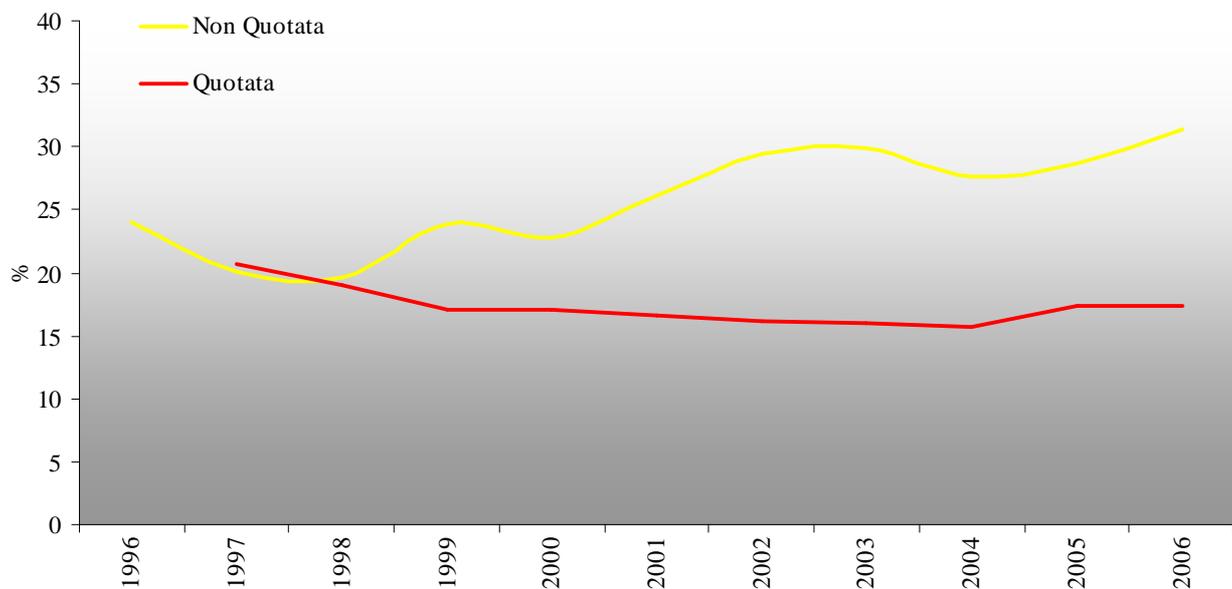
Fonte: Elaborazioni su banca dati Amadeus

**Figura 20. Utile per Addetto delle società partecipate dallo Stato**



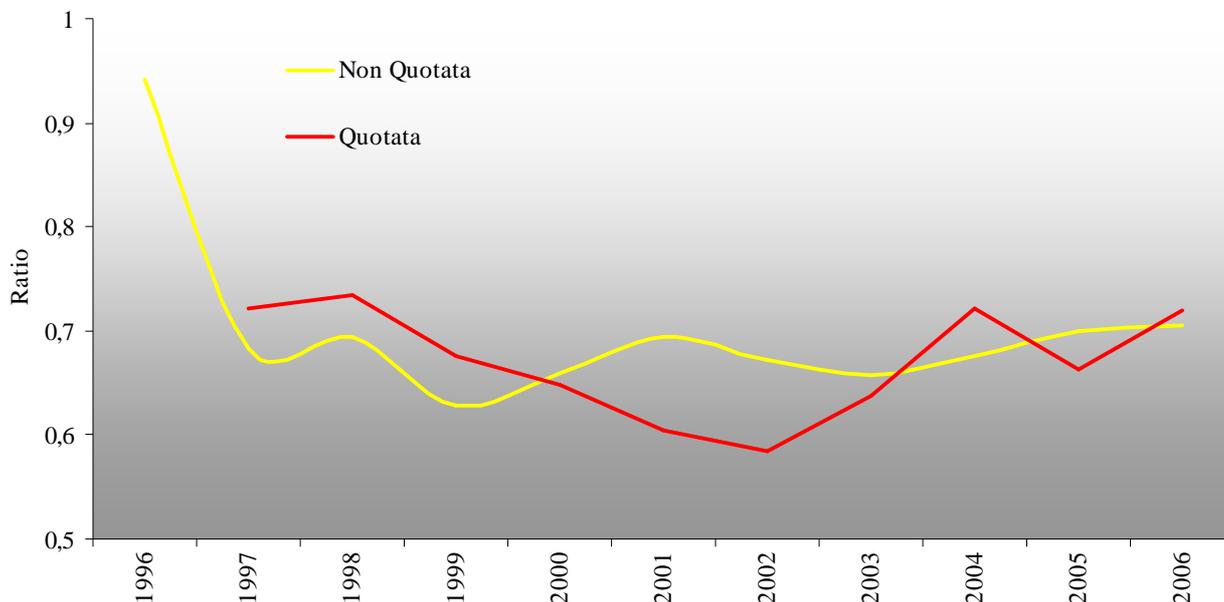
Fonte: Elaborazioni su banca dati Amadeus

**Figura 21. Costo del Lavoro/Ricavi delle società partecipate dallo Stato**



Fonte: Elaborazioni su banca dati Amadeus

Figura 22. Debito/Attivo Totale delle società partecipate dallo Stato



Fonte: Elaborazioni su banca dati Amadeus

## 9.2 Gli effetti sulle tariffe: il caso delle utilities

Le privatizzazioni hanno spesso importanti effetti redistributivi, per cui una valutazione complessiva del processo di privatizzazione non può prescindere da una quantificazione degli effetti, non solo sulle imprese, ma anche sui consumatori. Senza dubbio il settore su cui, da un lato, si sono concentrate le operazioni di maggiori dimensioni e che, dall'altro, è in grado di generare i maggiori effetti redistributivi in termini di benessere sociale è certamente quello delle *utilities* (energia, trasporti, telecomunicazioni).

Isolare l'effetto della privatizzazione sulle tariffe in questo contesto è particolarmente complicato poiché le stesse concorrono a determinarle non solo l'evoluzione della struttura proprietaria post - privatizzazione, ma anche gli interventi strutturali in termini di liberalizzazione dei mercati e di regolazione. Come sottolineato dalla letteratura<sup>97</sup>, il doppio cambio di regime (cioè il combinato disposto della privatizzazione-liberalizzazione) ha conseguenze importanti poiché comporta un radicale mutamento nella politica economica. Nel regime delle PS, come già prima evidenziato, le *utilities* di proprietà pubblica vengono utilizzate dai governi con finalità redistributive per mantenere l'occupazione e fornire servizi universali a basso costo. L'efficienza allocativa, che porta a un riallineamento delle tariffe ai costi marginali, va naturalmente a scapito dell'efficienza produttiva, a causa di esuberi e di altre diseconomie di costo. La privatizzazione altera sostanzialmente gli incentivi in quanto genera un potenziale conflitto di interesse fra gli utenti, interessati alla economicità dei servizi, e gli azionisti, interessati invece ai ritorni finanziari. Gli interessi in gioco dovrebbero essere bilanciati dalle

<sup>97</sup> Bortolotti et. al (2008) e Cambini e Rondi (2006).

politiche di regolazione, che dovrebbero fornire adeguati incentivi all'investimento, pur garantendo la concorrenzialità dell'industria.

Come sottolineato dalla letteratura teorica sull'argomento, in un contesto di regolazione l'impresa privatizzata può utilizzare il *leverage* per aumentare strategicamente il rischio di insolvenza in modo da ottenere tariffe più alte per finanziare gli investimenti. L'impresa regolata usa quindi il debito come uno strumento per ottenere un impegno vincolante da parte del regolatore a mantenere un elevato livello di profittabilità.

Da uno studio approfondito<sup>98</sup>, compiuto per verificare queste ipotesi sui *Dati Cumulativi* dell'Ufficio Studi di Mediobanca, emergono i seguenti risultati. Nel periodo 1995-2004, la media del *leverage* dei servizi pubblici, autostrade, acqua e gas e telecomunicazioni, è pari al 54,65% e superiore di circa 8 punti percentuali al valore medio di tutte le attività non regolamentate. Analizzando la redditività delle vendite, si osserva che il ROS (margine operativo netto/fatturato) dei settori regolamentati presenta valori nettamente più elevati e pari al 20,8% nei servizi pubblici, gas e acqua, 12,6% nell'energetico, con il 3,97 delle attività non regolate. E' interessante constatare che i tassi di investimento calcolati sullo *stock* esistente di capitale delle utilities (6,8%) e del settore energetico (4,9%) risultano inferiori a quelli registrati dalle attività non regolamentate (9,1%).

I dati riferiti alle serie temporali (Figura 23) mostrano che il livello di *leverage* dei settori regolati risulta in quasi tutti gli anni superiore alla media degli altri settori, con una tendenza al convergere dal 1993. Di particolare interesse è la dinamica dell'indebitamento delle *utilities*, distinte dalle energetiche, che vedono un'impennata nel 1999 anche a causa dell'OPA su Telecom Italia, in gran parte finanziata a debito e in grado di influenzare il dato settoriale. Il graduale rientro del *leverage* registrato negli anni successivi comunque non altera la tendenza, per cui a fine periodo il livello per quel settore rimane significativamente superiore quello del settore non regolamentato.

I dati sul ROS (Figura 24) evidenziano in modo netto una più elevata redditività delle attività regolate rispetto a quelle non regolamentate, in modo particolare nelle *utilities*. Al di là della redditività, per valutare gli effetti concreti sui consumatori è importante analizzare la dinamica dei prezzi di alcuni servizi di pubblica utilità (Figura 25). La dinamica dei prezzi risulta molto accentuata per acqua, gas, e pedaggi autostradali, più contenuta per l'energia elettrica e in marcata riduzione per i servizi telefonici. Uno sguardo d'insieme a queste due serie storiche suggerisce che l'aumento della profittabilità delle imprese regolate sia attribuibile in larga parte all'aumento delle tariffe, e forse meno in termini di recupero di efficienza sui lati dei costi, anche al di là di eventuali ristrutturazioni avvenute a seguito della privatizzazione.

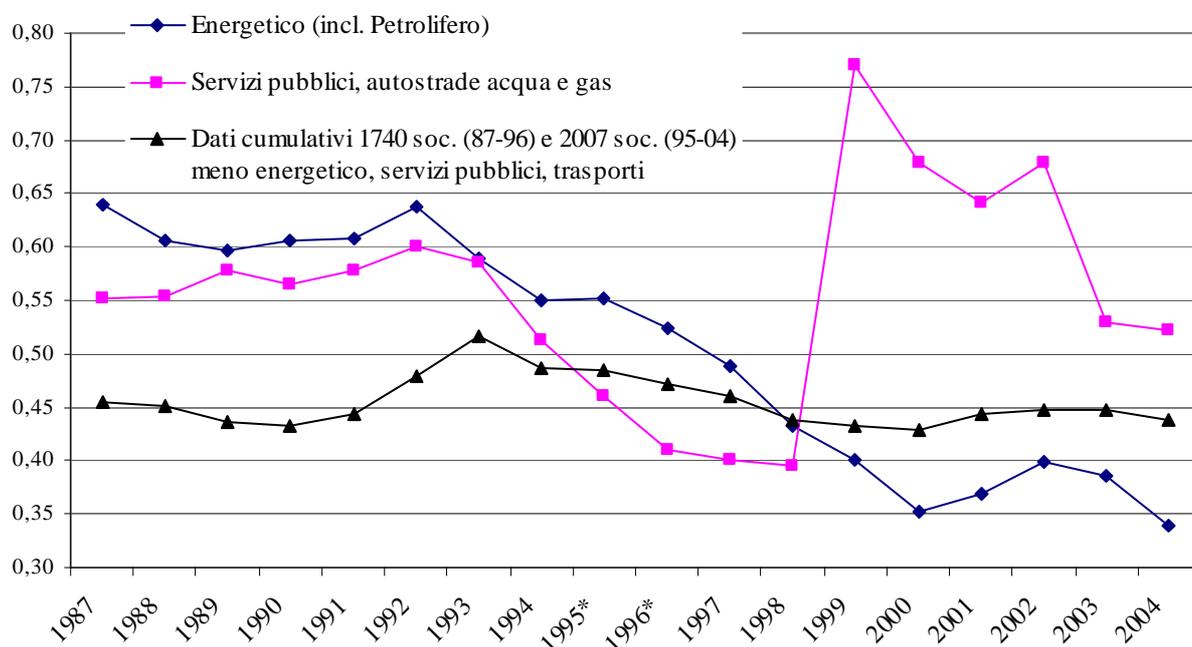
Infine i dati sugli investimenti non forniscono conclusioni univoche che l'elevata redditività del settore, influenzata dagli elevati livelli di indebitamento, sia stata effettivamente funzionale a promuovere le politiche di investimento delle società recentemente privatizzate.

Le relazioni annuali delle Autorità Amministrative Indipendenti, delle quali si dà conto nell'Appendice IV, evidenziano come le privatizzazioni e l'attuale corso della presenza pubblica nei settori dell'energia e del gas non impediscano che le tariffe a carico di ampie categorie di utenti siano notevolmente più elevate di quelle richieste agli utenti degli altri paesi europei, e ciò in ragione del permanere di situazioni di monopolio di rete.

---

<sup>98</sup> Cambini e Rondi (2006).

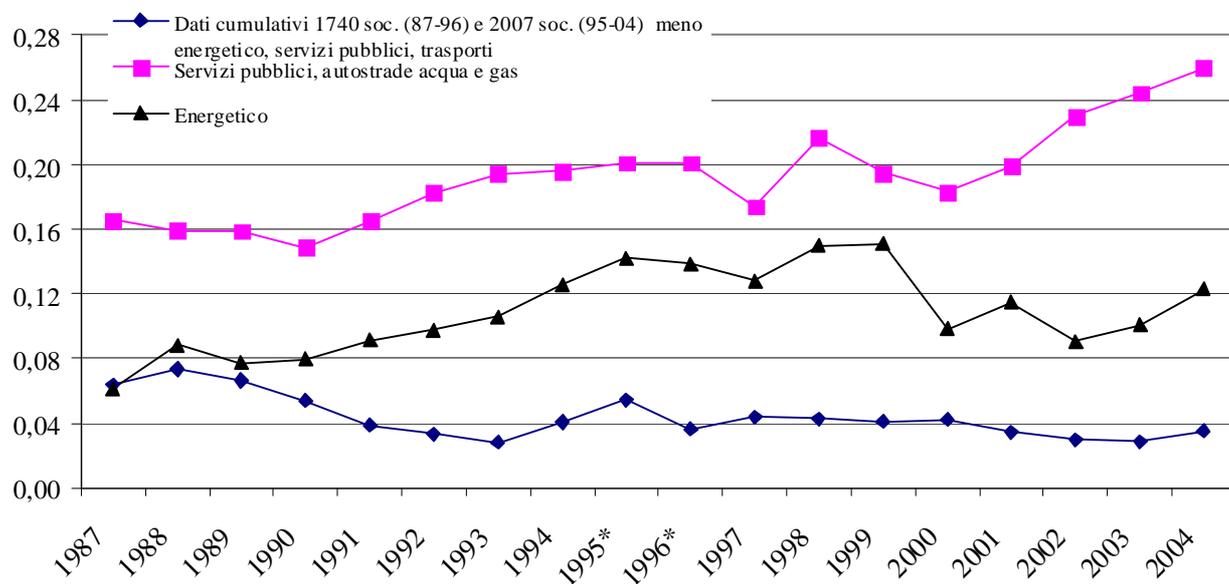
**Figura 23 - Leverage (1987-2004)**



(\*) i dati relativi agli anni 1995 e 1996 si riferiscono alla media delle due serie

Fonte: Cambini e Rondi (2006)

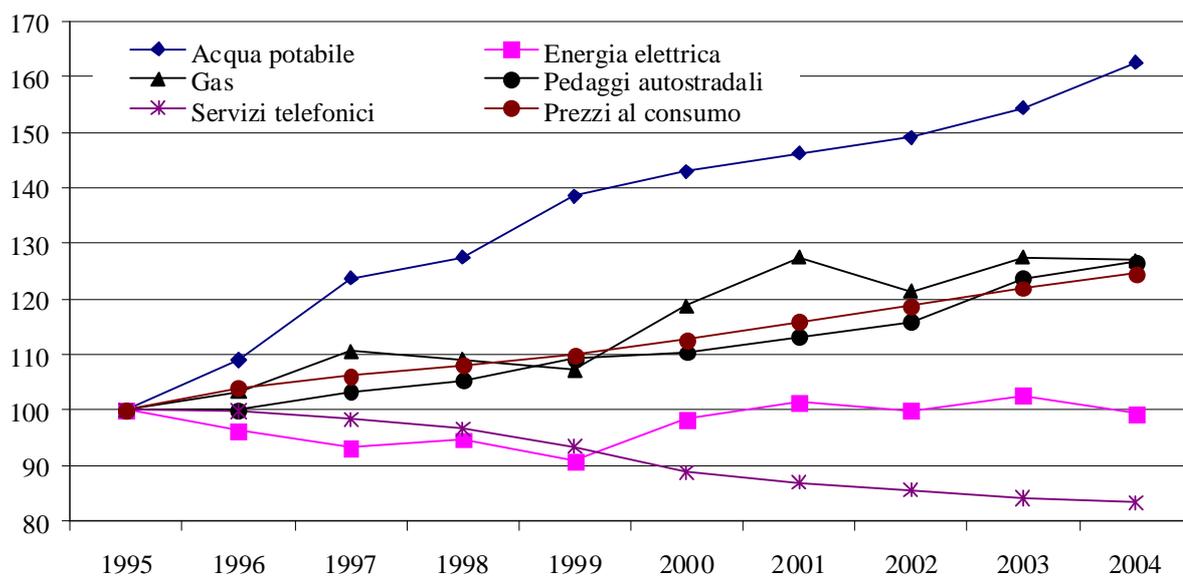
**Figura 24. ROS - Margine operativo netto / Fatturato**



(\*) i dati relativi agli anni 1995 e 1996 si riferiscono alla media delle due serie

Fonte: Cambini e Rondi (2006)

**Figura 25. Indici dei Prezzi dei Servizi Regolamentati (ISTAT, 1995=100)**



Fonte: Cambini e Rondi (2006)

### 9.3 Gli effetti sulla finanza pubblica

L'analisi degli effetti delle privatizzazioni sulla finanza pubblica è un obiettivo particolarmente importante di questa analisi ed è necessario prestare una particolare attenzione verso alcuni aspetti metodologici. Su un piano generale, un programma di privatizzazioni dovrebbe perseguire un criterio di efficienza economica e finanziaria: la proprietà di un bene deve essere attribuita al soggetto (pubblico o privato) in grado di ricavarne il massimo beneficio; ciò implica che nel caso di beni di proprietà pubblica, il rendimento del bene deve essere superiore al tasso di interesse del debito pubblico. L'applicazione di questo principio nelle politiche di privatizzazione comporta che le vendite dovrebbero essere orientate al mantenimento (o all'accrescimento) nel tempo del patrimonio netto dello Stato, a vantaggio delle generazioni future.

Gli obiettivi di finanza pubblica possono naturalmente entrare in contrasto con altri obiettivi del piano di privatizzazione, quali, ad esempio, la diffusione del capitalismo popolare per promuovere lo sviluppo del mercato finanziario e la cultura dell'investimento azionario. Questo talvolta può avvenire per finalità politiche quali il consolidamento di una base elettorale favorevole a politiche liberiste<sup>99</sup>. Al di là di possibili *trade-off* di natura economica e politica, per i fini di questa analisi un esame approfondito degli effetti delle dismissioni sugli aggregati di finanza pubblica è imprescindibile. Purtroppo, le valutazioni che seguono non possono dirsi conclusive a causa della mancanza di serie storiche complete su alcune voci del conto patrimoniale dello Stato.

Una valutazione complessiva degli effetti del programma italiano di privatizzazione sul benessere del contribuente dovrebbe infatti considerare l'evoluzione del patrimonio netto dello Stato a seguito delle dismissioni, valutando il contributo delle operazioni in termini di riduzione dello *stock* di debito e il conseguente risparmio in conto interessi, oltre al loro effetto sulle voci patrimoniali dell'attivo. L'effetto delle privatizzazioni sull'attivo non è univoco, poiché teoricamente gli effetti negativi sulle voci patrimoniali possono essere più che compensati da scarti di efficienza derivanti dalla gestione privata che conducono a un incremento dei margini, e quindi dei dividendi e delle entrate fiscali. Se dal lato del passivo i dati di contabilità nazionale consentono un esame approfondito, non esistono dati storici sul *fair value* degli *asset* che sono stati oggetto di privatizzazione per il periodo 1992-2004. Una ricostruzione potrebbe essere possibile, ma sono mancati i tempi per tentarla nel contesto di questa indagine.

Nel conto patrimoniale del settore pubblico e piano di valorizzazione del patrimonio realizzato nel 2005 dal Dipartimento del Tesoro e da Patrimonio dello Stato SpA, con il supporto di KPMG<sup>100</sup>, è contenuto un esame metodologicamente rigoroso degli effetti delle privatizzazioni di attività patrimoniali sul debito pubblico.

La formula con la quale viene rappresentata l'evoluzione del debito è la seguente:

$$\Delta b_t = \frac{i_t - n_t}{1 + n_t} b_{t-1} + d_t + res_t$$

in cui  $i_t$  rappresenta l'onere medio del debito pubblico all'anno  $t$ ,  $n_t$  il tasso di crescita nominale del PIL e  $b_t$  il rapporto tra il debito e PIL ( $\Delta b_t = b_t - b_{t-1}$ ).

---

<sup>99</sup> Vedi Biais e Perotti, 2002.

<sup>100</sup> Dipartimento del Tesoro, 2005.

Dalla stessa formula risulta che la variazione del debito nel tempo ha, quindi, tre determinanti:

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

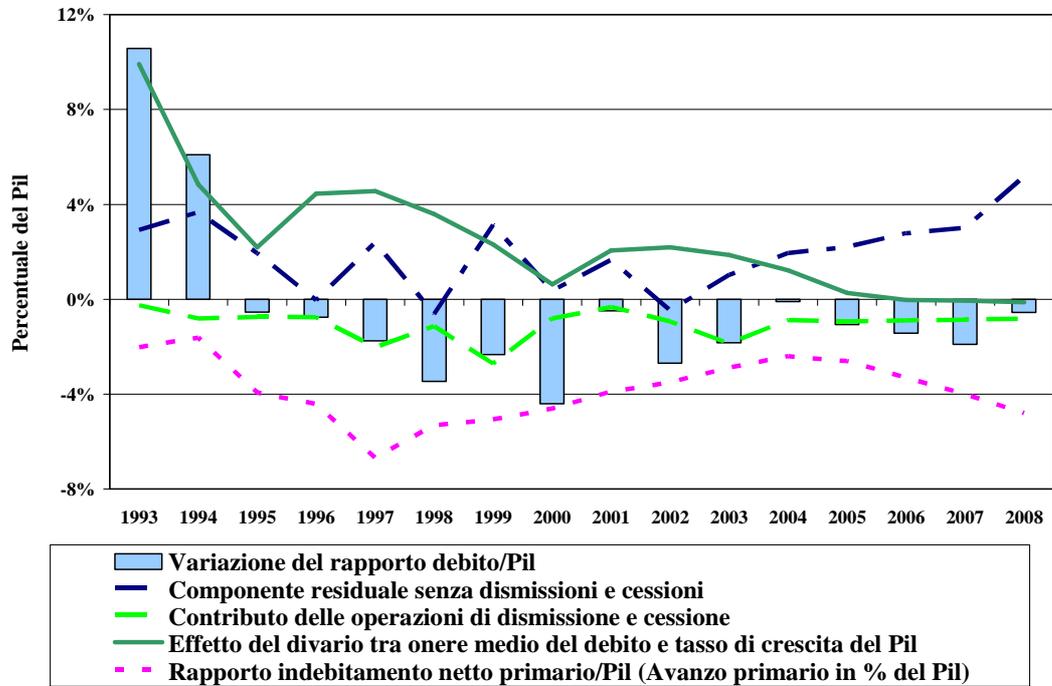
La componente residuale è composta da tutte le operazioni che lasciano invariato il fabbisogno, ma aumentano o diminuiscono lo *stock* di debito pubblico. Operazioni residuali tipiche sono, ad esempio, scarti di emissione, rimborso crediti d'imposta in titoli e dismissioni patrimoniali. Queste ultime, ovviamente, riducono il debito pubblico.

La figura 26 evidenzia come gli introiti delle privatizzazioni, distinti dalla componente residuale, siano stati determinanti per la diminuzione del rapporto debito/PIL nel periodo compreso tra dal 1992 al 2004. La figura presenta anche una stima degli effetti sul debito nello scenario annunciato nel Dpef per gli anni 2005-2008, che prevedeva introiti da privatizzazioni annui pari a circa 1% del PIL. Queste previsioni possono quindi essere interpretate come un costo-opportunità dell'arresto del processo a partire dal 2006.

La figura 27 mostra il risparmio per interessi sul debito pubblico ottenuto grazie ai ricavi delle operazioni di dismissione patrimoniale, utilizzando il rendimento ponderato alla emissione che ha permesso un risparmio pari a circa 40 miliardi di euro dal 1992 al 2004. L'implementazione del piano di privatizzazioni previsto dal Dpef avrebbe consentito un risparmio sul conto interessi di ulteriori 2,9 miliardi di euro.

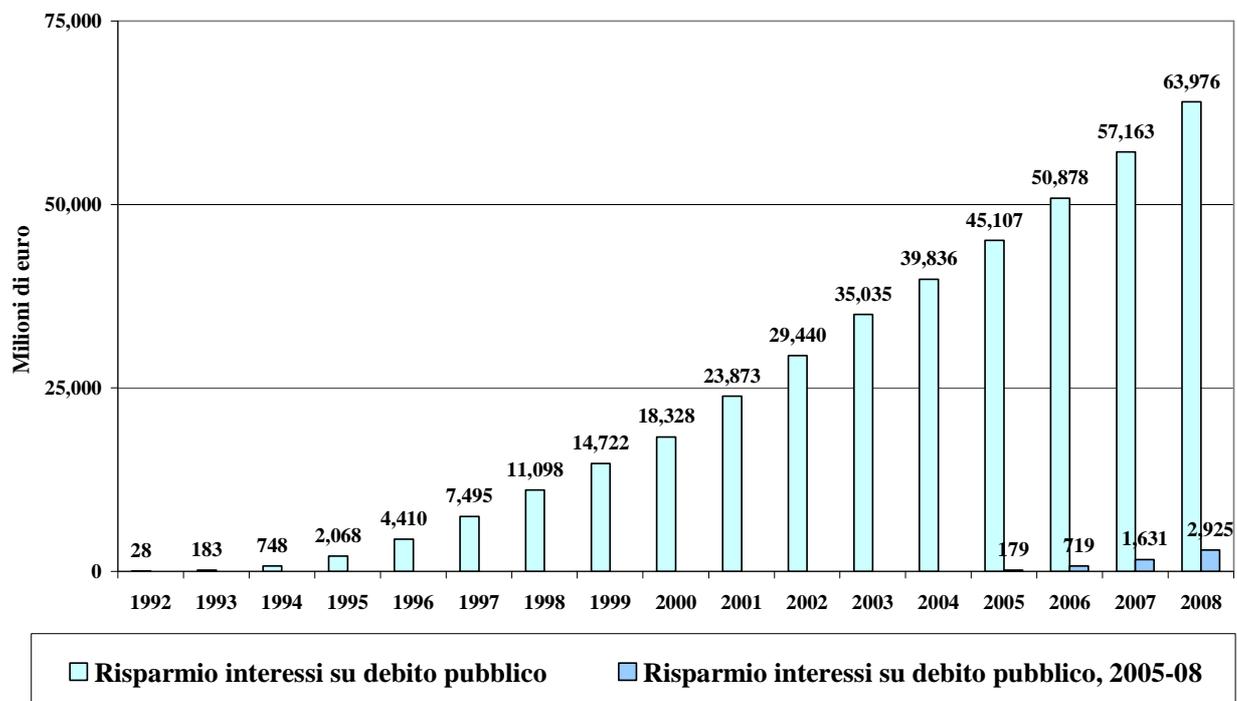
La figura 28 consente un'analisi controfattuale, esaminando l'andamento del debito nel periodo 1992-2004 in assenza e in presenza del piano di privatizzazioni effettivamente implementato. In assenza di privatizzazioni, il Paese avrebbe raggiunto nel 2008 un debito pari a circa il 118% del PIL, mantenendo l'ipotesi di un premio al rischio costante. Il proseguimento delle dismissioni previsto dal Dpef 2005-2008 avrebbe consentito di avvicinare la soglia del 100% del rapporto debito/PIL.

**Figura 26. Il contributo delle privatizzazioni alla riduzione del rapporto debito pubblico/Pil nel periodo 1992-2004 e nel periodo 2005-2008 (previsione)**



Fonte: Dipartimento del Tesoro, 2005

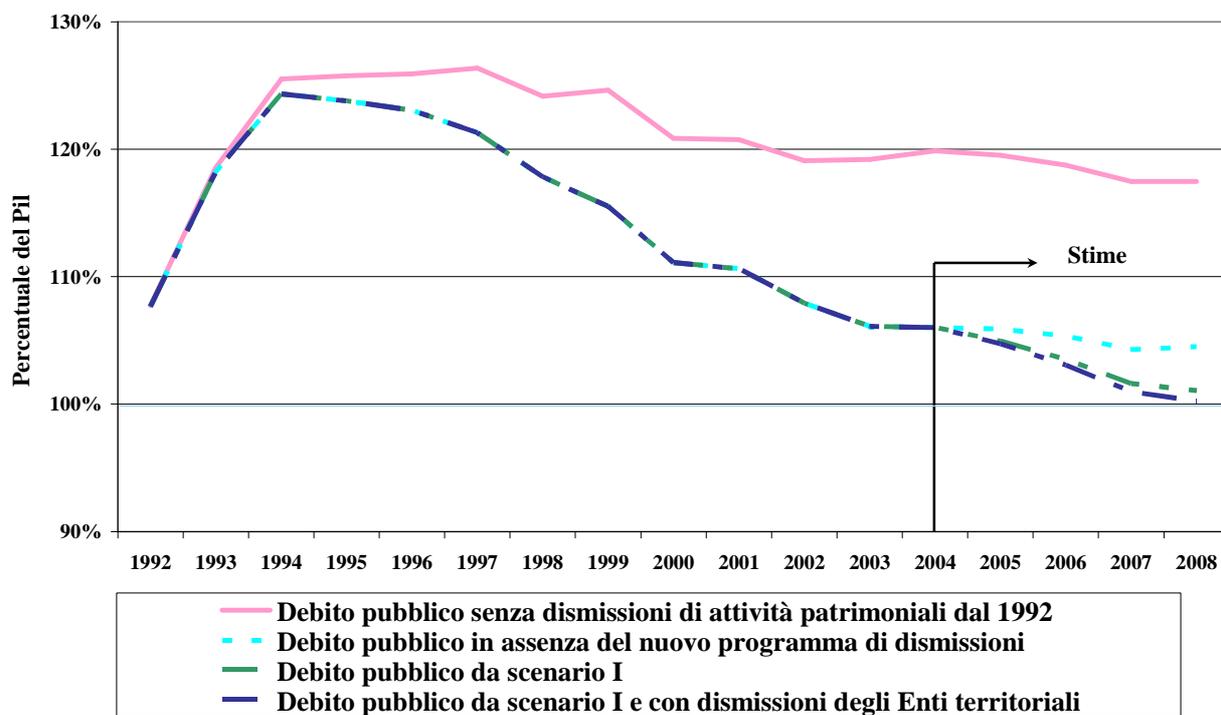
**Figura 27. Risparmio per interessi nel periodo 1992-2004 e nel periodo 2005-2008 (previsione)**



Fonte: *Dipartimento del Tesoro, 2005*

**Figura 28. Andamento debito pubblico/Pil nel periodo 1992-2004 e nel periodo 2005-2008 (previsione)**

Fonte: Dipartimento del Tesoro, 2005



#### 9.4 L'impatto sul mercato finanziario

Negli ultimi venti anni, l'Italia ha trasformato profondamente il proprio sistema finanziario e le privatizzazioni hanno contribuito in modo significativo a questo cambiamento. Fino agli inizi degli anni 90, la maggior parte del risparmio delle famiglie veniva canalizzato al settore pubblico attraverso l'emissione di titoli obbligazionari di Stato. Le privatizzazioni sono state disegnate per – ed hanno avuto comunque l'effetto di – offrire nuove opportunità agli investitori italiani, che progressivamente avrebbero riallocato i propri portafogli verso attività più rischiose. L'aumento della domanda avrebbe stimolato un aumento dei prezzi del mercato azionario, facilitando a sua volta il progredire del processo di privatizzazione. La diffusione dell'*equity culture* avrebbe generato domanda di servizi finanziari più sofisticati resi da un sistema bancario via via più efficiente e aperto alla concorrenza internazionale. Questo circolo virtuoso, innescato dalle privatizzazioni e dalle riforme strutturali, avrebbe catalizzato gli effetti dello sviluppo dell'economia di mercato basata su un sistema finanziario più solido, più trasparente e più efficiente.

La profonda crisi che si è abbattuta sul sistema finanziario globale ed italiano non consente di concludere che questo ambizioso obiettivo sia stato effettivamente raggiunto. Come si vedrà nel prosieguo, in una prospettiva di lungo termine, i dati mostrano in maniera piuttosto univoca che il sistema finanziario italiano ha subito una metamorfosi cui le privatizzazioni hanno certamente contribuito.

Alla fine del 2000, la capitalizzazione totale della Borsa di Milano era pari a circa 800 miliardi di euro. E' scesa rapidamente fino al 2003 per poi riprendere quota ed arrivare oltre 700 miliardi nel 2007. Dal 1990 al 2007, nonostante lo scoppio della bolla tecnologica e una fase di contrazione economica globale, la capitalizzazione del mercato borsistico è divenuta sette volte maggiore in termini nominali ed è triplicata in rapporto al PIL (Figura 29). Durante lo stesso periodo, il numero delle società quotate è cresciuto solo del 30% (Figura 30). La significativa differenza nei tassi di crescita dei due indicatori è chiaramente giustificata dal fatto che le società di maggiori dimensioni (quelle statali) furono quotate proprio in quel periodo.

I dati sui volumi in termini di valore complessivo degli scambi e di *turnover* (cioè il rapporto tra il valore totale degli scambi e la capitalizzazione di mercato) sono ancora più significativi. Dal 1990 al 2007, il volume degli scambi è aumentato di quasi 60 volte e il *turnover* è passato dal 25,2% al 208,3% (Figura 31).

Non sarebbe corretto ascrivere il repentino aumento di questi indicatori esclusivamente alle privatizzazioni, poiché anche la progressiva riduzione dei tassi di interesse, la stabilizzazione della moneta, la liberalizzazione finanziaria e l'integrazione europea hanno giocato un ruolo primario. Tuttavia, il contributo delle imprese privatizzate alla capitalizzazione di mercato e all'incremento dei volumi scambiati è stato davvero notevole. Nel 2007, le società privatizzate rappresentano il 59% della totale capitalizzazione di mercato ed il 65% dei volumi scambiati (Figura 32 e 33). Il contributo delle stesse società sul flottante è ugualmente impressionante: nel 2000, queste imprese rappresentavano per il 60% del capitale flottante contro il 16% registrato nel 1996 (14%)<sup>101</sup>.

Questi dati aggregati sono particolarmente significativi se confrontati con quelli di altri paesi industrializzati. Come mostra la Tabella 38, il contributo delle

---

<sup>101</sup> Mediobanca, 2000.

privatizzate alla dimensione del mercato e agli scambi in Italia è decisamente superiore rispetto alla media OCSE.

**Tabella 38 - L'impatto delle privatizzazioni sui mercati finanziari**

| <b>Paese</b>  | <b>Società Privatizzate</b> | <b>Numero di società privatizzate [%]</b> | <b>Capitalizzazione delle società privatizzate [%]</b> | <b>Valore degli scambi azionari delle società priv. [%]</b> |
|---------------|-----------------------------|---|--|---|
| Australia     | 20                          | 2   | 23   | 15  |
| Austria       | 26                          | 23  | 42   | 38  |
| Belgio        | 3                           | 1   | 10   | 18  |
| Canada        | 26                          | 2   | 5  | 5   |
| Danimarca     | 6                           | 3   | 10   | 14  |
| Finlandia     | 22                          | 14  | 8  | 9   |
| Francia       | 54                          | 6   | 83   | 35  |
| Germania      | 20                          | 2   | 19   | 9   |
| Irlanda       | 4                           | 4   | 12   | -   |
| Italia        | 45                          | 15  | 41   | 33  |
| Giappone      | 16                          | 1   | 6  | 4   |
| Paesi Bassi   | 11                          | 3   | -  | 11  |
| Nuova Zelanda | 7                           | 4   | 30   | 48  |
| Norvegia      | 13                          | 6   | 1  | 0   |
| Portogallo    | 39                          | 35  | 45   | 61  |
| Spagna        | 24                          | 2   | 54   | 52  |
| Svezia        | 10                          | 3   | 10   | 5   |
| Svizzera      | 3                           | 1   | 2  | 3   |
| Regno Unito   | 54                          | 2   | 15   | 9   |
| USA           | 7                           | 0   | 0  | 0   |
| <b>Media</b>  | <b>21</b>                   | <b>6</b>                                  | <b>22</b>  | <b>24</b>   |

Nota: Questa tabella considera il numero delle imprese privatizzate (al 31/12/2000), il numero di società privatizzate in percentuale al totale delle imprese quotate sul mercato, la capitalizzazione delle società privatizzate in percentuale alla totale capitalizzazione del mercato, ed infine il valore delle azioni scambiate ancora delle privatizzate.

Fonte: *Elaborazioni Privatization Barometer*

Le grandi OPV degli anni '90 fecero crescere quantitativamente il mercato azionario italiano. Tuttavia, il vero contributo deve essere misurato in termini di liquidità, il vero indicatore di qualità del mercato finanziario.

In un mercato liquido, l'attività di *trading* si realizza con uno scarso impatto sul prezzo. Alcune teorie in finanza hanno mostrato che un'intensa politica di privatizzazioni può avere effetti di primo ordine sulla liquidità grazie al miglioramento ed all'incremento delle opportunità di investimento offerte ai risparmiatori sia domestici che esteri, che a loro volta contribuiscono a ridurre il premio al rischio e l'impatto sul prezzo<sup>102</sup>.

I dati sull'evoluzione dell'impatto di prezzo in Italia, forniti dai rendimenti giornalieri (assoluti) dell'indice scalato per il tasso di *turnover*, mostrano che la liquidità complessiva del mercato è significativamente migliorata nel tempo *nel corso* dell'attuazione del programma di privatizzazione (Figura 34). Verifiche econometriche condotte su un vasto campione di paesi hanno dimostrato

<sup>102</sup> Vedi Bortolotti et. al, 2006.

l'esistenza di un nesso causale fra privatizzazioni e liquidità, a ulteriore sostegno della sopramenzionata teoria dello sviluppo del mercato finanziario<sup>103</sup>.

E' naturalmente ancora una questione aperta quanto la recente crisi abbia già modificato la base azionaria. I dati disponibili per il periodo 1992-2000 suggeriscono che la politica di privatizzazione abbia inciso sulla base azionaria in Italia. I dati sull'evoluzione della proprietà per tipo di investitore confermano che in valore assoluto la maggiore riallocazione ha coinvolto sia le famiglie italiane e che gli investitori esteri (Tabella 39). Il valore degli investimenti in azioni sul mercato azionario delle famiglie è cresciuto sette volte, raggiungendo nel 2000 il 29% del totale. Correggendo questi valori tenendo conto dell'investimento in fondi comuni, si ottiene una percentuale pari al 41% del totale, con un incremento del 12% dal 1992.

**Tabella 39 - La distribuzione delle azioni italiane per tipo di investitore**  
(in milioni di euro)

| Soggetti                | 1992            |    | 2000            |       | 2007            |       |
|-------------------------|-----------------|----|-----------------|-------|-----------------|-------|
|                         | Valore Nominale | %  | Valore Nominale | %     | Valore Nominale | %     |
| Imprese                 | 62.750          | 50 | 326.266         | 39,87 | 282.879         | 38,56 |
| Istituzioni finanziarie | 12.550          | 10 | 156.822         | 19,16 | 114.286         | 15,58 |
| Amm. Pubbliche          | 10.040          | 8  | 64.737          | 7,91  | 41.382          | 5,64  |
| Famiglie                | 31.375          | 25 | 155.554         | 19,01 | 205.041         | 27,95 |
| Estero                  | 8.785           | 7  | 115.006         | 14,05 | 89.928          | 12,26 |

Fonte: Elaborazione dati Banca d'Italia

I dati sull'investimento azionario da parte di investitori esteri sono anch'essi impressionanti: essi sono aumentati di 15 volte, raggiungendo un valore di circa il 15% del totale nel 2000.

La Figura 35 fornisce informazioni aggiuntive sull'*equity shift*, mostrando chiaramente l'aumento dell'investimento azionario delle famiglie e la contestuale riduzione dei titoli di Stato. Inoltre, nel 2000, l'investimento totale delle famiglie in attività estere ammontava a circa 1.023 migliaia di miliardi di lire, con un incremento di 6 volte dal 1992. La migliore diversificazione del portafoglio ha probabilmente contribuito a ridurre il premio al rischio nel nostro paese, stimolando i prezzi delle azioni e la liquidità del mercato.

Questi dati mostrano quindi che durante gli anni '90 le famiglie italiane hanno incrementato in maniera sostanziale la loro partecipazione al mercato. Tuttavia, questa nuova tendenza può essere anche attribuita ai maggiori tassi di crescita del reddito e, conseguentemente, dei risparmi. I dati sull'evoluzione del debito pubblico per categoria di investitore dal 1992 mostra molto chiaramente che la più significativa riallocazione dal comparto obbligazionario dei titoli di Stato al comparto rischioso delle azioni è avvenuta a livello delle famiglie (Tabella 40). La maggiore variazione in negativo (-40%) si registra infatti nell'investimento dei piccoli risparmiatori nei titoli di Stato.

<sup>103</sup> Bortolotti e altri, 2004.

**Tabella 40 - La distribuzione del debito pubblico per tipo di investitore**  
(in milioni di euro)

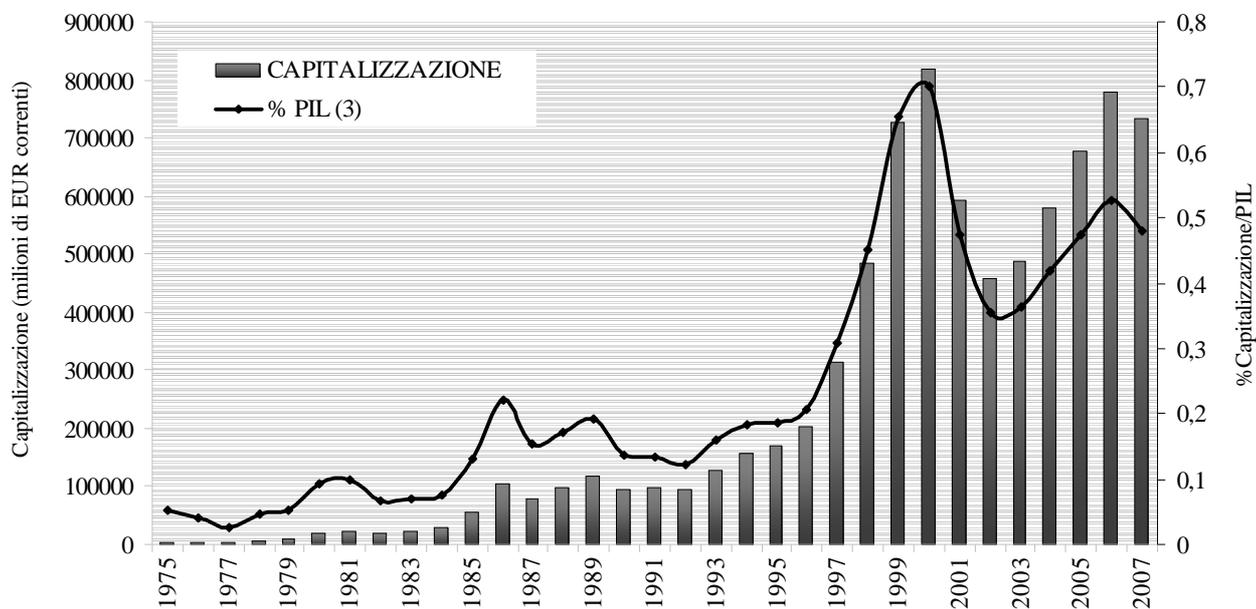
| Soggetti                | 1992            |       | 2000            |       | 2007            |       |
|-------------------------|-----------------|-------|-----------------|-------|-----------------|-------|
|                         | Valore nominale | %     | Valore nominale | %     | Valore nominale | %     |
| Imprese                 | 25.067          | 3,67  | 16.898          | 1,45  | 29.983          | 2,29  |
| Istituzioni finanziarie | 212.498         | 31,15 | 461.876         | 39,65 | 382.660         | 29,29 |
| Amm. Pubbliche          | 9.922           | 1,45  | 14.370          | 1,23  | 4.331           | 0,33  |
| Famiglie                | 395.735         | 58,01 | 213.473         | 18,32 | 197.823         | 15,14 |
| Eestero                 | 38.990          | 5,72  | 458.410         | 39,35 | 691.773         | 52,95 |

Fonte: Elaborazione dati Banca d'Italia

Il *gap* causato da questa riallocazione da parte degli investitori domestici è stato colmato dagli investitori esteri che, al contrario, hanno incrementato la quota di portafoglio investita nel debito sovrano italiano del 36%. Come risulta dalla tabella 11, rispetto a meno del 6% nel 1992, alla fine del 2000 gli investitori stranieri detenevano più del 39% del debito emesso, salito al 53% a fine 2007. Se consideriamo anche il comparto azionario (sopra citata Tabella 39), l'investimento estero in titoli italiani è passato dall'equivalente di meno di 48 miliardi di euro nel 1992 ad oltre 573 nel 2000 ed a circa 782 a fine 2007, pari ad oltre il 38% del totale.

Riassumendo, l'*equity shift*, attivato in parte dalle privatizzazioni, è stato finanziato dalle famiglie italiane e sostenuto poi dalle istituzioni straniere, che sono entrate nel capitale delle imprese e che ora detengono ampie quote del debito pubblico. Gli investitori stranieri sono quindi oggi fra i protagonisti sul mercato italiano. L'Italia, così, da un lato, ha perso in parte la sovranità del debito, con il risultato, tuttavia, di trovarsi in qualche modo "assistita" da un meccanismo di mercato per la sorveglianza a livello internazionale delle politiche economiche. Dall'altro lato, l'internazionalizzazione ha sicuramente contribuito ad accelerare la trasformazione del settore finanziario, a diffondere la cultura azionaria ed a migliorare i sistemi di *corporate governance*.

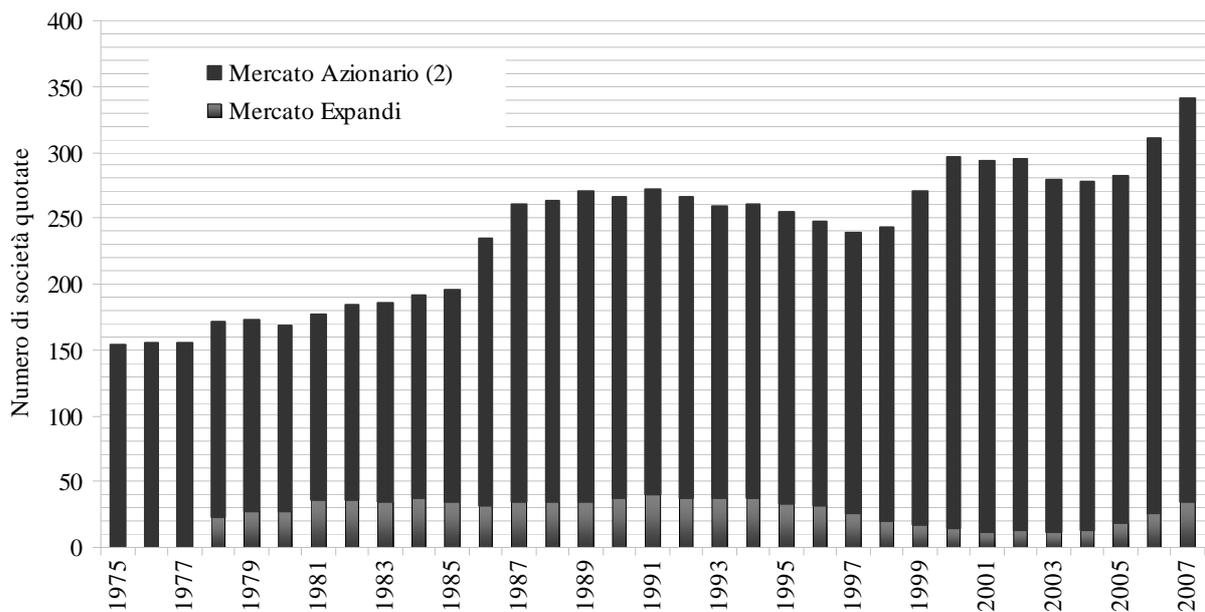
**Figura 29. Il mercato di borsa italiano 1975 - 2007**



(3) Per il 2007 il valore del PIL è stimato (consensus)

Fonte: Borsa Italiana S.p.A.

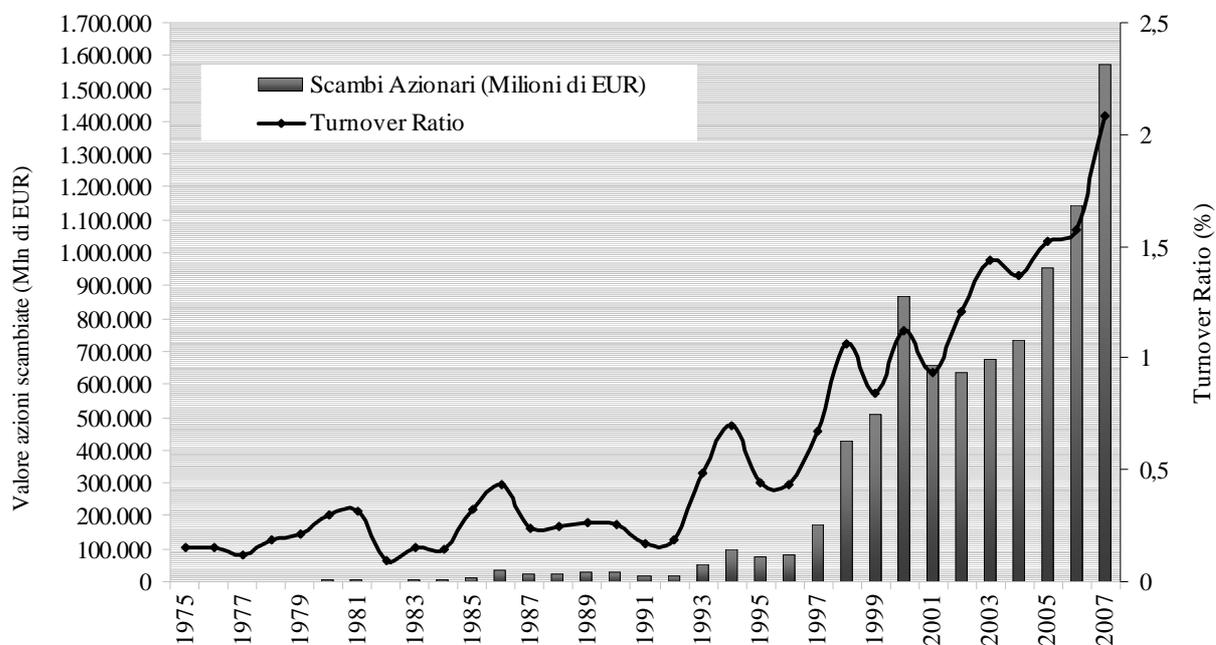
**Figura 30. Società quotate sul mercato italiano 1975 - 2007**



(2) Comprende MTA, MTAX e le società ammesse al segmento MTA International

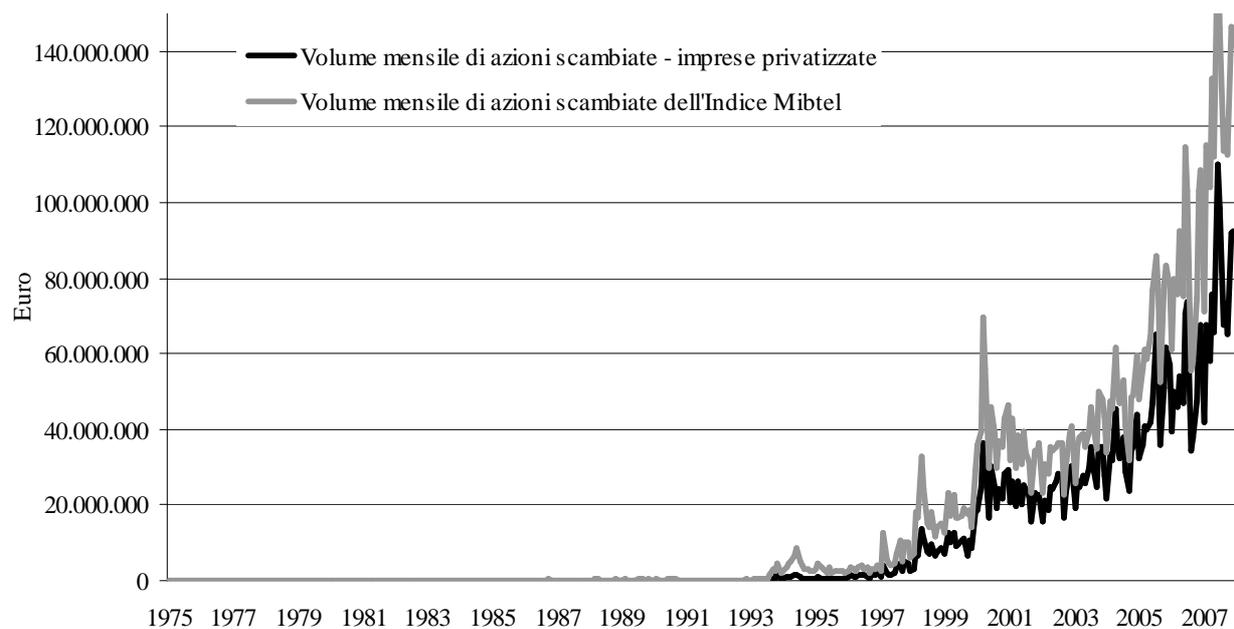
Fonte: Borsa Italiana S.p.A.

**Figura 31. Volume degli scambi azionari e velocità di turnover 1975 - 2007**



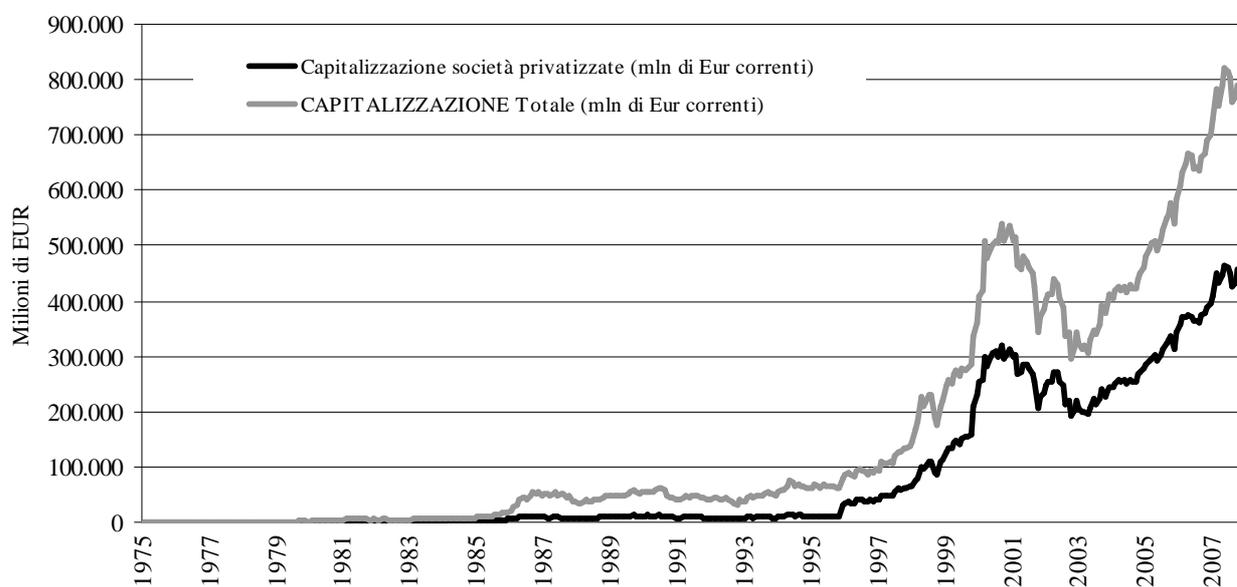
Fonte: Borsa Italiana S.p.A.

**Figura 32. Volumi di Azioni Scambiate sulle Imprese Privatizzate**



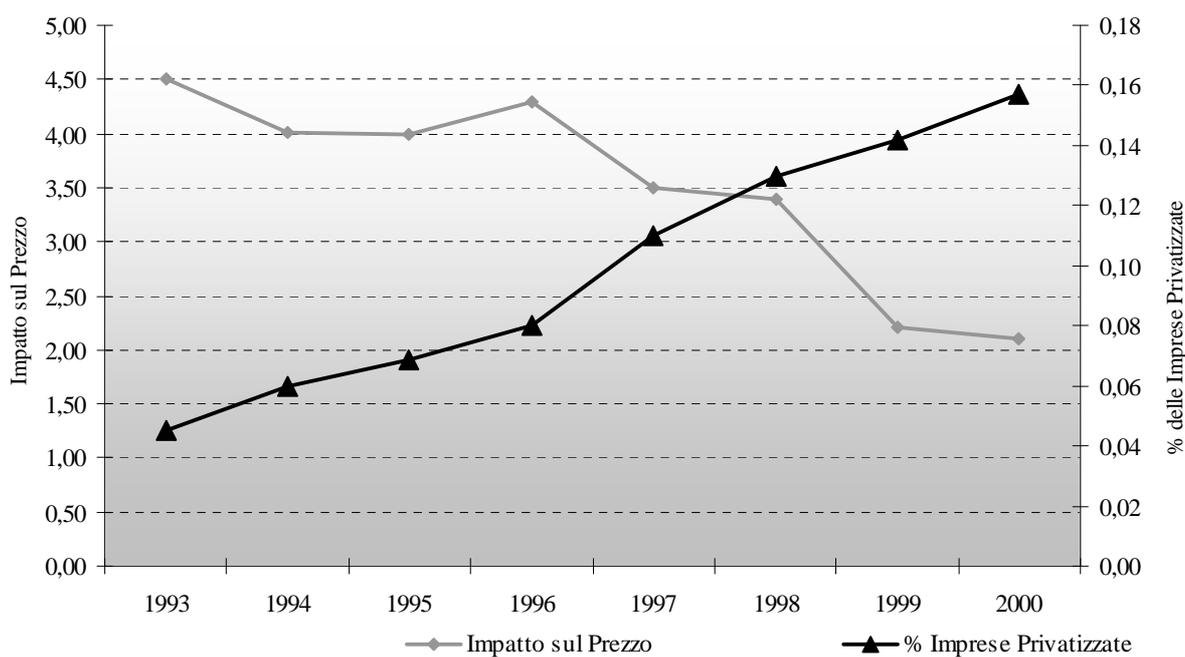
Fonte: Datastream

**Figura 33. La Capitalizzazione delle Società Privatizzate**



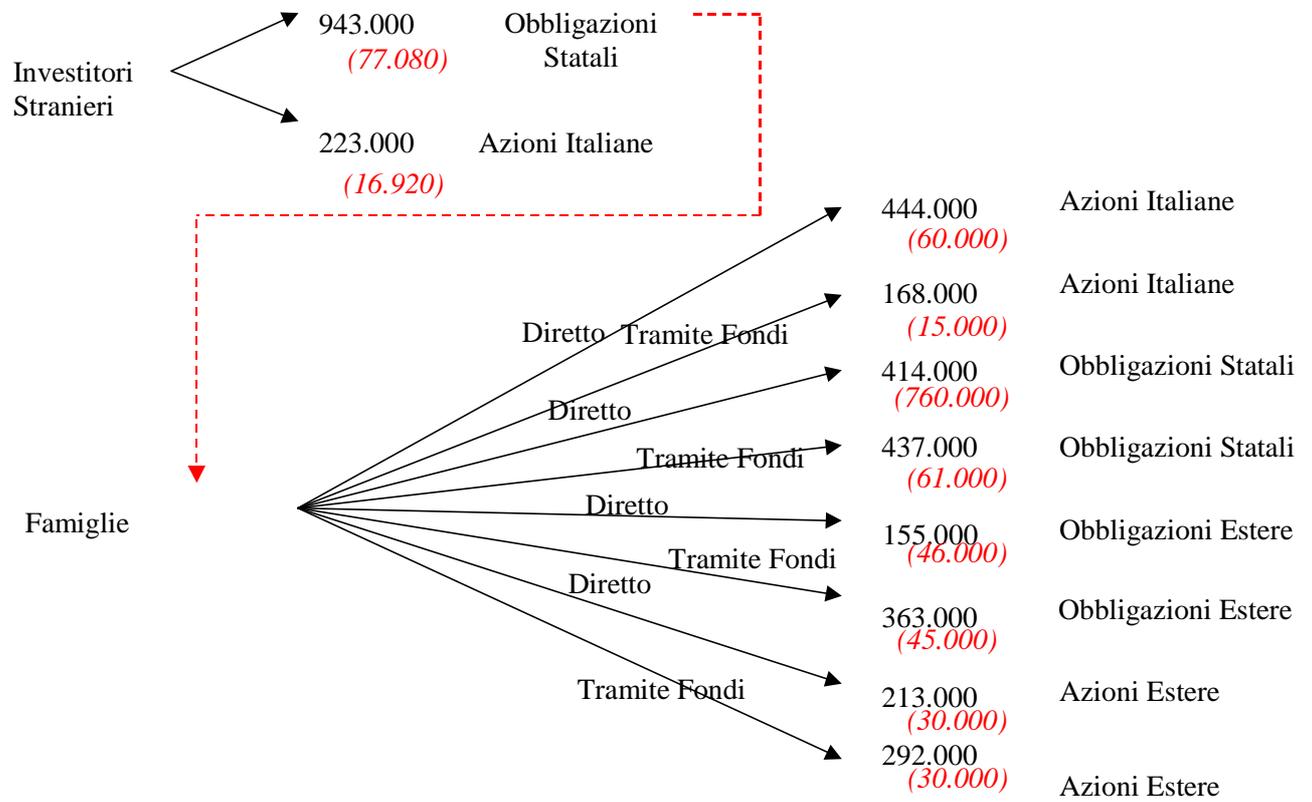
Fonte: *Datastream*

**Figura 34. La Privatizzazione e la Liquidità del Mercato Italiano (1993-2000)**

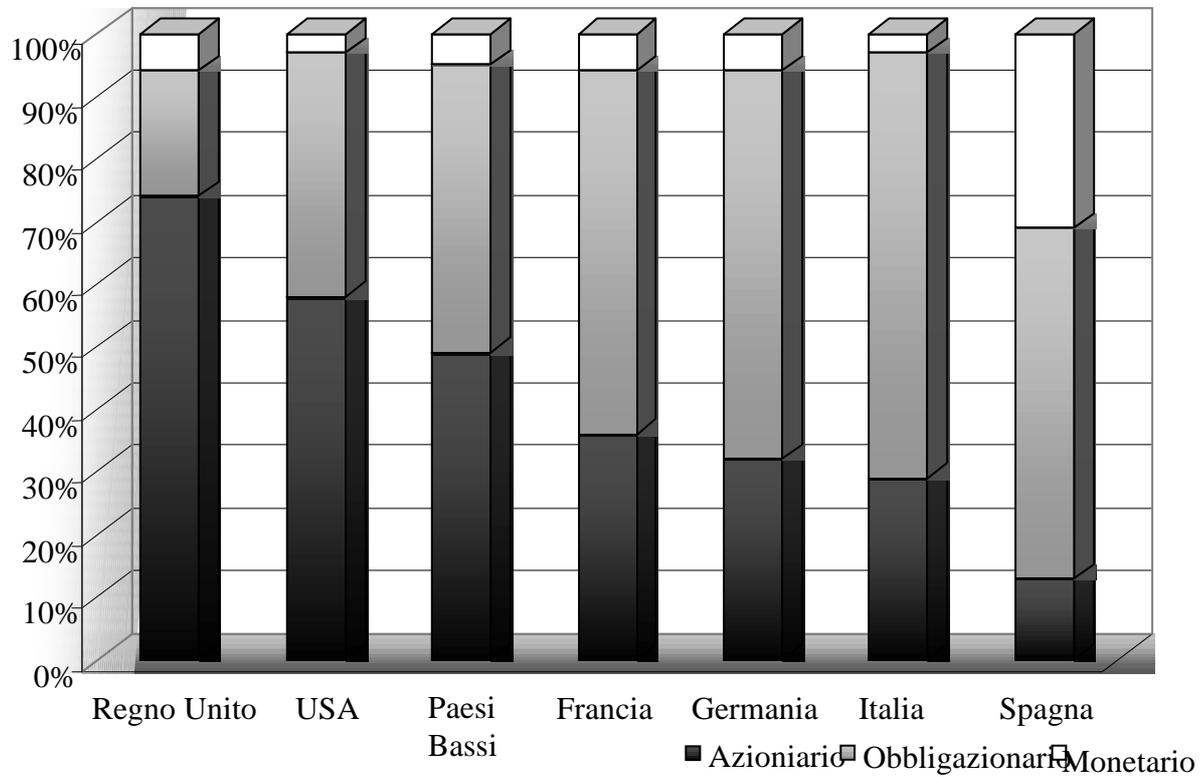


Fonte: *Bortolotti e Altri (2004)*

Figura 35. Il fenomeno dell'*Equity Shift*, 1992-2000 (Valori in milioni di Lire Italiane)



**Figura 36. Allocazione di Portafoglio degli Investitori Istituzionali, 1999**



## 10. Considerazioni conclusive

### 10.1. Dimensioni quantitative e rilevanza istituzionale del processo di privatizzazione

Ad oltre vent'anni dal suo avvio, la grande stagione delle privatizzazioni, e non solo di quelle italiane, può dirsi sostanzialmente conclusa. Certamente questo non significa che non vi siano più *asset* pubblici da valorizzare e dismettere, né che singole dismissioni non vengano ancora programmate e realizzate, ma piuttosto che non si intravedono nel medio termine le condizioni che possano sostenere la ripresa di un processo di privatizzazioni su vasta scala. Al contrario, la volatilità dei mercati, la crisi strutturale del settore bancario e in particolare dell'*investment banking*, la recessione che tarda ad essere superata e la sfiducia diffusa tra i consumatori e gli operatori hanno indotto i governi ad espandere la sfera di intervento pubblico nell'economia, con operazioni di ricapitalizzazione e salvataggio che per qualche tempo hanno fatto prefigurare la possibilità di un prepotente ritorno del capitalismo di Stato, anche in paesi di solida tradizione capitalistica.

La fluidità del momento in cui il referto viene chiuso non consente ovviamente una valutazione conclusiva degli effetti del primo grande ciclo di privatizzazioni appena concluso sul sistema economico italiano. I dati disponibili consentono tuttavia di fornire, insieme con gli aggiornamenti sui più recenti sviluppi, un quadro, fino a tutto il 2007, non solo delle dimensioni finanziarie delle operazioni, ma anche dell'evoluzione delle *performance* operative e finanziarie delle società privatizzate, delle tariffe dei servizi di interesse generale tipicamente erogate da *utilities* quotate, dei principali aggregati di finanza pubblica e dei principali indicatori del mercato finanziario.

D'altra parte, forse proprio lo stato attuale di permanente incertezza e di accresciuta avversione nei confronti dell'economia di mercato (di cui le privatizzazioni sono indubbiamente un pilastro) rende particolarmente utile tentare oggi un resoconto obiettivo e fortemente ancorato all'analisi dei risultati conseguiti con il processo di privatizzazioni in Italia, per poter eventualmente fare tesoro delle esperienze e delle lezioni che ne emergono quando in futuro si intendesse eventualmente avviare un nuovo rilevante programma di cessione di partecipazioni pubbliche.

Dall'analisi svolta emergono una serie di importanti criticità, ma anche la conferma che il processo di privatizzazione italiano ha sostanzialmente conseguito alcuni degli obiettivi di lungo termine previsti nei primi documenti ufficiali, in particolare per ciò che attiene alla generazione di valore nelle ex imprese pubbliche, al contributo al risanamento delle finanze pubbliche ed allo sviluppo di un più moderno sistema finanziario nazionale.

Sulla base dei dati forniti dal Dipartimento del Tesoro, e considerando come punto di partenza del programma di privatizzazioni la delibera CIPE del 30 dicembre 1992, le 93 operazioni di dismissione realizzate fino ad oggi hanno generato introiti per 119 miliardi. Alle 114 operazioni censite dal Barometro delle privatizzazioni (BP) per il periodo 1985-2007, individuate escludendo quelle di importo superiore agli 80 milioni, ma considerando anche la dismissione di alcuni immobili (Torri del demanio dell'EUR) e delle società elettriche locali, corrispondono, invece, proventi pari a 152 miliardi. In entrambi i casi l'Italia si pone al secondo posto, dopo il Giappone, nella classifica globale per proventi.

Eppure, ancora nei primi anni Novanta, il sistema delle partecipazioni statali (PS) si presentava vasto e pervasivo, coinvolgendo i più importanti settori

economici. Il contributo delle società a partecipazione pubblica (SPP) in termini di valore aggiunto, occupazione e investimenti presentava valori decisamente superiori alla media europea: a titolo d'esempio, il settore bancario a proprietà o controllo pubblico, oggi interamente privatizzato, manteneva un ruolo preponderante nel sistema finanziario nazionale, rappresentando oltre il 70% dei depositi e degli impieghi. Più in generale, le operazioni di privatizzazione nel loro complesso hanno comportato il totale disimpegno dello Stato, non solo dal settore bancario, ma anche da quello assicurativo, delle telecomunicazioni e dei tabacchi, nonché un consistente ridimensionamento delle partecipazioni, anche se non del controllo, nei settori strategici dell'energia (ENI ed ENEL) e della difesa (Finmeccanica). Rilevanti anche le privatizzazioni realizzate da ENI ed IRI: per l'IRI le operazioni hanno comportato l'azzeramento dell'ingente debito accumulato ed anche la corresponsione al Tesoro di rilevanti risorse in termini di dividendi e di riserve. La conseguenza è che, a fronte di un peso del 18% nel 1991, il contributo al PIL delle imprese partecipate dall'amministrazione centrale è oggi pari al 4,7%.

Va tuttavia tenuto presente che, a fronte di complessive 48 operazioni o tranche di operazioni, le privatizzazioni dell'intera partecipazione, quelle relative a quote di maggioranza o controllo effettuate dal 1994 sono state solo nove. Inoltre 38, dal 1992 ad oggi, sono le principali società entrate nel portafoglio dello Stato, anche se circa la metà derivano dalla trasformazione di enti in società per azioni. Il MEF detiene ad oggi la partecipazione di maggioranza e/o controllo in 29 società.

Già questi pochi dati consentono di evidenziare la portata storica e, insieme, le caratteristiche complesse, del processo di privatizzazione italiano. Ma la realizzazione di un processo di dismissioni così ambizioso ha anche richiesto una serie articolata di interventi di riforma strutturale che hanno toccato la sfera delle procedure, della regolamentazione e della *corporate governance*. Un attento disegno normativo e istituzionale ha sicuramente accompagnato l'attuazione del processo di dismissioni, consentendo importanti cambiamenti strutturali. Innanzitutto, dal punto di vista normativo fu approvata una Legge Quadro per le privatizzazioni (474/1994) che stabiliva regole, responsabilità e procedure specificamente relative alla vendita degli *asset* pubblici. In secondo luogo, sono state disegnate nuove istituzioni e principi di regolamentazione atti ad evitare effetti distorsivi nei mercati non competitivi. Infine, nuove regole sono state introdotte con l'obiettivo di migliorare l'efficienza del sistema finanziario e la *corporate governance*, con particolare attenzione al miglioramento della protezione giuridica per gli azionisti di minoranza. L'accumulo di questo "capitale istituzionale", largamente intangibile, è forse uno dei risultati più importanti del processo di privatizzazione in Italia.

#### *10.2. La crisi del modello delle partecipazioni statali e l'avvio del processo di privatizzazione*

Le imprese a controllo statale sono state originariamente concepite come uno strumento di sviluppo industriale e di politica sociale, con scopi essenzialmente diversi da quello del perseguimento dell'obiettivo del profitto, per il quale, invece, nascono i soggetti imprenditoriali privati: sopperire ai limiti del settore privato, sostenere gli investimenti in taluni settori o aree del paese, creare occupazione, talvolta salvare imprese in dissesto. Inoltre, per loro natura e funzione, esse sono state oggetto di inevitabili interferenze politiche. Queste caratteristiche spiegano livelli di operatività e di efficienza decisamente inferiori a quelli delle imprese private operanti negli stessi settori.

All'inizio degli anni '90, al continuo deteriorarsi della finanza pubblica sotto la pressione di un debito sempre più imponente si aggiunse una profonda crisi politica. Gravi episodi, non più solo di clientelismo, ma di corruzione, coinvolsero direttamente anche grandi imprese pubbliche, ponendo in non pochi casi il sistema delle partecipazioni statali al centro degli scandali.

L'anno di svolta fu il 1993, quando l'effetto combinato delle istanze di moralizzazione che ne conseguivano, unito all'obiettivo di raggiungere i parametri di finanza pubblica imposti dai nostri partner per l'ingresso nell'Unione Monetaria Europea, diedero la spinta decisiva per l'avvio di un processo di privatizzazioni di larga scala. Grazie a tale processo, la dimensione del pubblico nell'economia si è, come si è visto, drasticamente ridotta, anzitutto con la pressoché completa dismissione delle partecipazioni nel settore bancario, nelle telecomunicazioni e nell'industria manifatturiera. Le partecipazioni statali si sono poi fortemente ridimensionate anche nel settore delle *utilities* e nei settori monopolistici, seppure spesso con il mantenimento di quote di controllo o di partecipazioni comunque rilevanti.

La realizzazione del processo di privatizzazioni ha richiesto una serie articolata di interventi, di cui il primo passo è stata la privatizzazione formale, cioè la trasformazione di enti di diritto pubblico in società per azioni di diritto privato, con l'amministrazione centrale come azionista di riferimento.

### *10.3. Gli obiettivi strategici della politica delle privatizzazioni*

#### Priorità alle dismissioni nel settore bancario

La politica di privatizzazioni è stata attuata seguendo alcuni obiettivi strategici: in primo luogo la dismissione dal settore bancario è stata considerata prioritaria e propedeutica per il successo dell'intero processo, data la maggiore capacità di un settore finanziario competitivo di attrarre risorse, di allocarle in modo più efficiente e di promuovere la crescita economica. Le banche privatizzate – si riteneva – avrebbero poi potuto sviluppare adeguati servizi di *investment banking* a supporto delle dismissioni in altri settori. L'obiettivo della privatizzazione del sistema bancario è stato perseguito con successo. Agli inizi degli anni '90 l'Italia era il paese europeo nel quale il controllo pubblico delle banche era il più elevato: il 74,5%, a fronte del 61,2% in Germania, 36% in Francia e 0% nel Regno Unito. Il processo di riforma attuato ha portato all'azzeramento della proprietà pubblica nelle banche italiane, andando così ben oltre Germania e Francia che, pur riducendo il controllo pubblico, hanno tuttavia mantenuto nel sistema bancario una presenza pubblica più che significativa – rispettivamente 52% e 31%.

La fase di forte turbolenza sui mercati cui abbiamo di recente assistito ha colpito anche le principali banche privatizzate italiane, che avevano perso una quota considerevole del loro valore di borsa e sembravano richiedere – sia pur meno di molte altre banche all'estero – qualche forma di intervento di ripatrimonializzazione per mantenere l'operatività, anche senza arrivare a chiamare in causa lo Stato per vere e proprie nazionalizzazioni, sia pur camuffate, come avvenuto altrove. La persistente incertezza che grava ancora sul sistema bancario internazionale non consente di giungere a conclusioni sugli effetti della privatizzazione sulle loro performance. Un confronto internazionale dei *Credit Default Swaps* evidenzia, tuttavia, premi particolarmente bassi per le banche italiane se confrontati con quelli delle banche di altri paesi più esposti alla crisi, quali il Regno Unito e gli Stati Uniti.

Più articolata è la valutazione se si guarda all'aspettativa, a suo tempo diffusa, che le fondazioni, liberate dalle partecipazioni bancarie, potessero concentrare le proprie risorse a fini di utilità sociale, consentendo in tal modo un più ampio e articolato soddisfacimento delle diversificate esigenze della società e un alleggerimento dell'onere a carico della finanza pubblica. Ciò che è poi effettivamente avvenuto evidenzia, infatti, come le fondazioni, pur avendo rafforzato la loro capacità di operare per il conseguimento dei fini sociali che ne giustificano giuridicamente l'esistenza e pur non avendo più una posizione di formale controllo sulle banche, hanno comunque conservato un'influenza sicuramente significativa nei maggiori gruppi bancari italiani. Con la conseguenza del permanere di un sostanziale dualismo di ruoli che la legge Ciampi del 1999 si proponeva di superare. A ciò si aggiunge la persistente autoreferenzialità dei loro gestori, che non rispondono del proprio operato sulla base dei risultati concretamente ottenuti.

#### Sviluppo del mercato azionario e del modello della *public company*

Una seconda strategia riguardava il metodo di vendita, l'allocazione delle azioni e la struttura proprietaria prefigurata: la preferenza originariamente dichiarata era per l'offerta pubblica di vendita (OPV), in collegamento con l'obiettivo di sviluppare il mercato azionario italiano, incoraggiando i piccoli investitori domestici a sottoscrivere le offerte attraverso prezzi di collocamento favorevoli (*underpricing*) e, nella fase dell'avvio, con l'incentivo della *bonus share*. Secondo il Tesoro, nonostante la marginalità del suo peso sulle quote cedute (circa l'1% in media del capitale della società interessata), lo strumento delle *Bonus shares* ha avuto un ruolo determinante - specie in occasione delle prime privatizzazioni - per il buon esito delle operazioni stesse, favorendo, tra l'altro, l'incremento della domanda di azioni e la stabilizzazione dei corsi borsistici successivamente al collocamento. In effetti, l'introduzione dello strumento premiante delle *Bonus shares* è servito ad arginare il fenomeno delle vendite massicce ai primi rialzi del prezzo di borsa, a beneficio soprattutto delle operazioni effettuate in più *tranches*. Lo strumento, ampiamente utilizzato in ambito internazionale e rientrante nelle *best practice* delle operazioni di privatizzazione, è servito più in generale a far avvicinare il pubblico al mercato borsistico e al risparmio azionario. L'utilizzo dello strumento è progressivamente diminuito nel tempo, passando dall'assegnazione di 1 ogni 10 azioni per le prime operazioni ad 1 ogni 20 azioni per le operazioni più recenti, con previsione di un tetto massimo di assegnazione per singolo sottoscrittore.

Dal riscontro sui dati a consuntivo agli investitori istituzionali risulta accordata la preferenza in un numero molto ampio di operazioni di grande rilevanza: si va, per fermarsi alle quote superiori al 50%, dal 100% nel caso di IMI 3, ENI 5 ed ENEL 2, al 78,3% di SNAM rete Gas, al 59% di ENEL 3, al 57% di ENEL 4 ed al 52% dell'Istituto S. Paolo di Torino.

L'iniziale preferenza per l'OPV, anche a seguito delle innovazioni intervenute sul piano normativo, risulta ampiamente ridimensionata dal peso significativo che hanno avuto, non tanto le emissioni strutturate in diverse *tranche*, con il coinvolgimento di investitori istituzionali sia italiani che esteri, quanto le vendite dirette (come nel caso Telecom) a specifici gruppi finanziari candidati a costituire il nocciolo duro, e cioè ad assumere il controllo della società privatizzata. L'evidenza, peraltro, è proprio che il processo di privatizzazione si è concretamente svolto senza aver portato alla diffusione nel nostro paese del modello della *public company*, anche se ha sicuramente contribuito all'*equity shift*

nell'impiego del piccolo risparmio, prima quasi esclusivamente destinato – direttamente o indirettamente – alla sottoscrizione di titoli del debito pubblico.

Sin dall'inizio, tuttavia, era stata prevista anche la possibilità di creare nuclei stabili di azionisti e di attribuire poteri speciali allo Stato. Ad entrambe queste possibilità si sarebbe poi fatto ricorso con l'introduzione della *Golden share* e con un uso sempre più ampio (non limitato alle dismissioni delle partecipazioni non di controllo di importo non superiore a 100 milioni) alla trattativa diretta con i potenziali acquirenti, anche perché, diversamente da quanto accade per l'OPV, tale procedura consente di espletare le operazioni in tempi molto più brevi e con maggiore flessibilità. Anche se la procedura utilizzata ha limitato il rischio di favorire gli acquirenti prescelti rispetto a tutti gli altri potenziali acquirenti, è di tutta evidenza che il ricorso piuttosto esteso alla trattativa diretta ha sostanzialmente comportato la rinuncia a perseguire l'obiettivo dichiarato della diffusione del modello della *public company*.

L'analisi dei dati disponibili ha anche mostrato per le OPV un eccesso della domanda di azioni rispetto all'offerta, con un rapporto pari, per il complesso delle operazioni, a 2,94, con un massimo per l'operazione SNAM RETE GAS del 2001 di 4,98 (ma anche 3,93 per BNL, 2,04 per ENI 1 e 2,02 per Telecom Italia); per le ABB, lo stesso dato è disponibile solo per l'operazione ENI 5 ed il rapporto è pari ad 1,27: quando, come nel caso di SNAM RETE GAS, la differenza fra domanda e offerta di azioni è particolarmente ampia, pare legittimo chiedersi, non solo se ciò sia coerente con l'obiettivo – fortemente sottolineato – di voler diffondere il modello della *public company*, ma anche se il prezzo di cessione non sia stato troppo basso. Analoghi interrogativi possono suscitare la riserva di offerta a predeterminati gruppi di investitori, italiani o esteri (giapponesi, nel caso di ENEL 3 e 4).

Si tratta di interrogativi ai quali, come ad altri, non è stato possibile dare risposta conclusiva in mancanza di informazioni più dirette e più analitiche, ricavabili dai verbali delle riunioni del Comitato per le privatizzazioni, verbali, però, che l'Amministrazione ha ritenuto di non dover mettere a disposizione della Corte, non consentendo, in tal modo, di fare, definitivamente, piena luce sul rispetto dei criteri di efficacia, efficienza ed economicità e della stessa regolarità di singole operazioni.

#### Privatizzazione e difesa dei settori strategici

Una terza opzione strategica è da ricollegarsi al fatto che, se anche la rinuncia – completa o parziale - al controllo pubblico è stata vista in funzione del miglioramento dell'efficienza e della redditività delle partecipate che ciò dovrebbe indurre, il governo italiano, nel caso di imprese appartenenti a settori ritenuti strategici per l'economia nazionale (in particolare l'energia), si era tuttavia attribuito ampi poteri discrezionali con la c.d. *golden share*, o meccanismi equivalenti, atti a riservare poteri speciali rispetto a quelli degli altri azionisti, e cioè la possibilità per lo Stato, anche quando non possiede neppure un'azione, di influenzare l'operatività del management, di bloccare l'acquisizione di quote di partecipazione elevate da parte degli altri azionisti e di limitarne il potere.

Quella della *golden share* è, in realtà, una possibilità che si riservano anche i governi degli altri paesi "privatizzatori". Le regole di trasparenza volute dall'U.E. hanno peraltro imposto all'Italia di emendare la legge quadro del 1994. Ciò che sembra contraddistinguere il nostro paese è piuttosto l'esteso ricorso ad altre e meno formalizzate modalità di controllo, esercitate in modo indiretto e non dichiarato. Un esempio di tutto rilievo è dato dalla cessione operata dal MEF a

CDP di quote di partecipazione in ENI, ENEL e Poste Italiane, la cui gestione è soggetta a precise direttive ed istruzioni emanate dal Ministro con provvedimenti che non vengono sottoposti alla registrazione da parte della Corte dei conti. Nel caso di ENEL, ciò ha consentito al Tesoro, non solo di non partecipare al recente aumento di capitale della società elettrica, ma anche di lucrare nuovi proventi da privatizzazione per oltre 650 milioni cedendo a CDP i propri diritti di opzione. Più in generale, va quindi sottolineata la valenza che può assumere il modello non ancora consolidato di CDP, continuamente rivisitato, ridisegnato e riadattato, ma continuando comunque ad avvalersene per mantenere un difficile e precario equilibrio fra due strategie concorrenti: da una parte, privatizzare a fini di maggiore efficienza e dismettere asset pubblici per acquisire risorse utili a migliorare i parametri della finanza pubblica e, dall'altra, conservare di fatto il controllo pubblico delle imprese strategiche formalmente privatizzate. Con i rischi che questo può comportare per gli interessi dei consumatori e per la trasparenza dell'azione pubblica.

Quanto divergente il processo delle privatizzazioni effettive possa essere rispetto a quello delle privatizzazioni formali è desumibile anche dai risultati delle analisi illustrate nel paragrafo 5.5: le cessioni al mercato di quote di aziende pubbliche tra il 1992 ed il 2003 avevano prodotto un ricavo lordo complessivo di circa 129 miliardi, pari al 12,2% del Pil. Il risultato conseguito in termini di introiti appare notevole se confrontato con quello di altri paesi europei. Se, però, dal ricavo lordo si sottraggono la quota relativa al trasferimento di indebitamento, gli incassi per la vendita di quote non di controllo e per la cessione a fondazioni bancarie, si vede che i proventi derivanti da operazioni di vendita cui ha corrisposto una cessione di quote di controllo ai privati (privatizzazioni effettive) si fermano a 54,4 miliardi, pari al 3,9% del Pil.

Alla data dell'analisi allora svolta, la differenza tra il valore delle dismissioni effettuate e di quello delle privatizzazioni effettive era riconducibile in larga parte al fatto che in Italia solo il 53% delle operazioni di collocamento sul mercato di titoli di società pubbliche aveva comportato una cessione del controllo ai privati. Per la restante parte, si erano cedute quote azionarie di minoranza, o quote di maggioranza con il mantenimento di una minoranza di controllo da parte del Ministero dell'Economia o il controllo era stato ceduto a istituzioni, quali le Fondazioni bancarie, non esposte alla concorrenza (ad esempio, la cessione di Mediocredito Friuli Venezia Giulia alla Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste). Negli anni successivi quest'ultima componente ha assunto un peso sicuramente maggiore (in particolare, con il trasferimento a 66 Fondazioni del 30% del capitale di CDP, per un importo di 1.050 milioni), mentre vi si è aggiunta, come si è visto, con incidenza prevalente, quella rappresentata dalla cessione di quote di partecipazioni dello Stato in ENI, ENEL e Poste Italiane ad una società a controllo pubblico qual è la Cassa Depositi e Prestiti per un corrispettivo di 10,9 miliardi. In altri termini, negli ultimi anni si è decisamente passati dalla fase delle privatizzazioni solo parzialmente effettive a quella delle privatizzazioni solo apparenti.

L'ambiguità di questa situazione è evidenziata, se ce ne fosse bisogno, anche da altre considerazioni: mentre le specifiche operazioni di cessione previste nei documenti di programmazione sono state in generale realizzate, alcune delle operazioni effettivamente realizzate non erano state previste nei Dpef. E' questo il caso della cessione nel 1997 della prima tranche del capitale di Telecom (28%), che avrebbe fruttato proventi pari a 11,8 miliardi di euro, ma è anche il caso proprio delle cessioni nel 2003 a CDP delle quote di ENEL, ENI e POSTE ITALIANE alla CDP, nonché la cessione del 30% della stessa CDP ad un consorzio di Fondazioni bancarie. Si tratta, come si vede, anche di operazioni la cui

programmazione "riservata" non si può giustificare con la necessità di evitare sfavorevoli conseguenze sui mercati finanziari.

Un altro aspetto da sottolineare riguarda l'incertezza che negli ultimi anni ha caratterizzato gli orientamenti manifestati in tema di privatizzazioni. Il *Libro bianco sulle privatizzazioni* presentato nell'aprile del 2001 dal Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, oltre ad offrire un bilancio, quantitativo e qualitativo, delle operazioni di privatizzazione fino ad allora realizzate, per il futuro indicava, nella Presentazione, l'obiettivo di "completare il processo di privatizzazione provvedendo alla cessione delle partecipazioni residue in ENI, ENEL, Alitalia, nonché programmare l'uscita dallo Stato di ogni altra partecipazione ed attività produttive". Come risulta dai contenuti dei successivi Dpof, questo orientamento sarebbe stato successivamente corretto, con l'affermazione dell'esigenza di mantenere il controllo dei settori strategici, ed in particolare di quello dell'energia (e quindi di ENI ed ENEL).

Per altro verso, oltre che sulle difficoltà, sui ritardi e sui risultati in perdita con cui è avvenuta la privatizzazione di Alitalia, l'attenzione va anche richiamata sia sugli scarsi progressi realizzati in alcuni processi di privatizzazione più volte riaffermati (Fincantieri), sia sulle privatizzazioni che in realtà si risolvono nella cessione del controllo ad altri soggetti pubblici (Tirrenia, ma anche società di Invitalia e Italia Lavoro). A tal proposito, va sottolineato che, unitamente ad Alitalia, Tirrenia e Fincantieri sono le sole operazioni di privatizzazione effettuate dall'IRI S.p.A. che non hanno a suo tempo comportato la perdita del controllo delle società poste in vendita. In altri termini, si tratta di società che non sono mai state contendibili sul mercato.

Per altro verso, va evidenziato come negli ultimi anni siano state compiute operazioni di pubblicizzazione di aziende private – SOGEI e concessionari della riscossione in particolare – che, pur volendole considerare giustificate in ragione della loro strategicità, suscitano in ogni caso perplessità per l'acquisizione totalitaria delle pre-esistenti strutture, con la conseguente internalizzazione anche di attività di produzione che sarebbe stato, invece, preferibile acquistare di volta in volta dal mercato sulla base di procedure competitive. A ciò si aggiunge il ruolo prevalentemente assistenzialistico tuttora giocato da società pubbliche come l'ex Sviluppo Italia (ora Invitalia) e Italia Lavoro, nonostante gli sforzi diretti a dare loro un ruolo effettivamente promozionale.

#### *10.4. Risultati d'impatto sul sistema produttivo e sul benessere dei consumatori*

Non univoche sono le valutazioni che possono essere formulate per ciò che attiene ai risultati d'impatto sul sistema produttivo. Analizzando i principali indicatori di performance aziendale per il periodo 1996-2006 per un vasto campione di società a partecipazione pubblica, si osserva una elevata variabilità settoriale, con migliori *performance* operative realizzate in particolare dal settore delle *utilities* e delle telecomunicazioni. Si osserva anche una netta divaricazione nella redditività e nell'efficienza gestionale delle società completamente o parzialmente privatizzate rispetto a quelle ancora totalmente in mano pubblica. Non sarebbe corretto interpretare questa correlazione in senso causale, attribuendo la migliore performance alla privatizzazione. Così come non si può neanche escludere che il miglioramento degli incentivi, soprattutto di quelli derivanti dalla quotazione in borsa, non siano, almeno in parte, determinanti di questi effetti. Ma ciò che va soprattutto tenuto presente è che non si può ancora escludere che si riscontri una maggiore presenza di azionisti privati "proprio perché" le imprese in questione operano in condizioni oggettivamente più favorevoli, talvolta grazie ai benefici concessi all'impresa dal socio pubblico. In

questi casi la "privatizzazione" segue (e non precede) una migliore performance economica e finanziaria. Nuove ricerche empiriche che utilizzino serie temporali delle strutture proprietarie e degli indicatori di *performance* d'impresa potranno eventualmente confutare la fondatezza di questa ipotesi alternativa.

Gli effetti delle privatizzazioni sul benessere dei consumatori sembrano ancora più controversi. Lo sono, come si è visto, per quanto riguarda i servizi bancari. E lo sono per i servizi autostradali e delle utilities. In particolare, analizzando nel dettaglio i prezzi dei servizi erogati dalle *utilities* (acqua, energia, trasporti, telecomunicazioni), si osserva una dinamica dei prezzi molto accentuata soprattutto nei settori dell'acqua, del gas e delle autostrade, e una forte riduzione nelle telecomunicazioni. Le relazioni annuali delle Autorità Amministrative Indipendenti, peraltro, evidenziano come le privatizzazioni e l'attuale corso della presenza pubblica nei settori dell'energia e del gas non impediscano che le tariffe a carico di ampie categorie di utenti siano notevolmente più elevate di quelle richieste agli utenti degli altri paesi europei, e ciò in ragione del permanere di situazioni di monopolio di rete, come nel caso della distribuzione del gas. A tal proposito, pur scontando gli effetti del più diretto impatto dell'andamento dei prezzi internazionali dei prodotti petroliferi, può meritare un approfondimento, da parte della competente Authority, il diverso più recente andamento, nell'ambito dello stesso settore (energia), delle tariffe del metano (in aumento) e di quelle dell'elettricità (in diminuzione). Così come meritano di essere approfondite le ragioni della continua lievitazione dei pedaggi autostradali, giustificata, oltre che dal 70% dell'inflazione reale (e non di quella programmata), dagli investimenti effettuati.

Ancora meno soddisfacenti appaiono i risultati della privatizzazione delle banche per ciò che attiene al livello degli oneri che il sistema bancario pone a carico della clientela, che da tutte le indagini anche di recente condotte risulta sistematicamente e considerevolmente più elevato di quello riscontrato nella maggior parte degli altri paesi europei.

Naturalmente i prezzi rappresentano soltanto un aspetto, seppur importante, dell'erogazione di servizi. Altrettanto importante è la loro qualità, la cui valutazione avrebbe richiesto una serie di altre complesse ed approfondite analisi. I dati mettono comunque in luce un aspetto particolarmente critico della privatizzazione nel caso di alcune *utilities* regolate, che, aumentando strategicamente il debito, hanno visto rafforzato il proprio potere negoziale nei confronti di un regolatore che può aver concesso incrementi tariffari nell'intento di contenere i maggiori rischi di insolvenza.

#### *10.5. Gli effetti sulla finanza pubblica e sul sistema finanziario*

Gli effetti delle dismissioni sulla gestione del debito sono innegabilmente positivi. Gli introiti da privatizzazioni hanno significativamente contribuito alla riduzione del rapporto debito/PIL nel periodo 1992-2004, generando un risparmio in conto interessi stimato in circa 38 miliardi. L'effetto netto in termini di benessere del contribuente andrebbe naturalmente calcolato in termini di variazione del patrimonio netto dello Stato a seguito delle privatizzazioni, ma, purtroppo, ancora oggi non esistono serie storiche complete sul conto patrimoniale dello Stato che consentano di realizzare questo pur importante esercizio.

L'impatto del processo di privatizzazione appare altrettanto indiscutibile anche sul sistema finanziario italiano: dal 1992 al 2007, la capitalizzazione del mercato borsistico domestico è cresciuta di 7 volte e il volume degli scambi è

cresciuto di 85 volte - variazioni in larga parte attribuibili alla quotazione di imprese privatizzate.

Non si può escludere che i grandi rivolgimenti ancora in atto finiscano con il condizionare in modo significativo la base azionaria presente e futura del mercato italiano. Indubbiamente, almeno fino al 2007, l'abbondante offerta di azioni di società privatizzate ha contribuito ad una massiccia riallocazione da parte dei piccoli risparmiatori dai tradizionali impieghi in titoli di Stato al mercato azionario nel periodo in oggetto. Questo *equity shift* è stato accompagnato e sostenuto dagli investitori esteri, che hanno sottoscritto sia titoli di Stato che titoli azionari delle nuove società privatizzate, divenendo attori chiave del nostro sistema finanziario. Indubbiamente, lo Stato italiano con queste politiche ha perso una parte di sovranità sul proprio debito, anche se si è così maggiormente aperto alla disciplina del mercato globale, con tutti i vantaggi, ma, come si è visto, anche con tutti i rischi in cui incorre chi si affida alla sola, ed ora scarsamente credibile, capacità di autoregolazione del sistema finanziario internazionale.

#### *10.6. Regolarità e trasparenza amministrativo-contabile*

Restano da considerare gli aspetti più specificamente legati alla regolarità ed alla trasparenza amministrativo-contabile delle operazioni, nei limiti, tuttavia, di quanto la Corte ha avuto la possibilità di verificare, date l'ampiezza del periodo considerato e la disponibilità solo parziale delle informazioni necessarie.

##### Indisponibilità di dati: il caso del ruolo del Comitato delle privatizzazioni

Una prima considerazione attiene al fatto che una più compiuta ricostruzione di quanto avvenuto ai fini di una più puntuale valutazione della gestione dell'intero processo di privatizzazione è stata impedita, al di là dei dati di base contenuti nelle Relazioni al Parlamento, dalla mancata disponibilità di più analitici, precisi ed esaurienti elementi informativi, in particolare relativamente ai criteri seguiti per l'individuazione degli *asset* da dismettere e per la determinazione del loro valore di cessione, ai riflessi sul conto del patrimonio, ai risultati attesi, a fronte di quelli consuntivati.

La principale carenza informativa si riferisce al ruolo effettivamente giocato dai diversi attori del processo di privatizzazione. In particolare, la disponibilità di elementi informativi solo parziali, discontinui e frammentari ha consentito una ricostruzione solo sommaria e parziale del coinvolgimento nelle procedure di privatizzazione del Comitato per le privatizzazioni. Dall'analisi che è stato possibile svolgere sembra emergere un'evoluzione del suo ruolo nel tempo - da quello di consulenza eventuale fino a tutto il 2001 e in larga parte coincidente con la fase che abbiamo definito "di accelerazione", in cui il ruolo centrale sembra essere stato esercitato dai *contractors*, ad un ruolo di vero e proprio *governing body* nello stadio del consolidamento. E' da presumersi che parallelamente sia anche evoluto il ruolo delle strutture amministrative, anche in ragione del fatto che la Presidenza del Comitato è affidata al Direttore Generale del Tesoro. L'Amministrazione, da parte sua, ha espresso la valutazione che le funzioni delle strutture amministrative non risultano sostanzialmente mutate nel corso del tempo: il monitoraggio e la gestione delle partecipazioni, l'esercizio dei diritti dell'azionista, le analisi preliminari economico-finanziarie e giuridico-normative, l'istruttoria e la predisposizione dei provvedimenti e gli adempimenti connessi alle operazioni di privatizzazione erano e sono di competenza delle strutture amministrative.

Sempre a questo proposito, va richiamato quanto rilevato nella presentazione del *Libro Bianco sulle Privatizzazioni* dell'aprile 2001 in ordine agli effetti che la gestione del processo di privatizzazioni avrebbe avuto in termini di stimolazione della crescita di forti e innovative professionalità che, all'interno dell'Amministrazione, non hanno molti precedenti e che rappresentano "un patrimonio prezioso e inedito per lo Stato italiano".

Si tratta di una valutazione che, a parte l'enfasi – giustificabile, peraltro, se comparata con l'esperienza, sicuramente poco positiva, della conduzione di altri rilevanti processi amministrativi, ed in particolare di quello delle cartolarizzazioni immobiliari - può essere dalla Corte condivisa a seguito dell'analisi svolta solo per quanto attiene al ruolo, di certo impegnativo, giocato dalle strutture amministrative, che si sono venute con il tempo meglio organizzando per svolgere anche funzioni che nella prima fase erano state prevalentemente delegate ad organi di consulenza ed a *contractors* esterni. Con tutti i rischi che ciò ha comportato, come si è detto, in termini di potenziali conflitti d'interesse e di rilevanza degli oneri sostenuti.

Si tratta, tuttavia, di conclusioni che meriterebbero di essere opportunamente riscontrate sulla base di informazioni più dirette e più analitiche, ed in particolare alla luce dei verbali delle riunioni del Comitato per le privatizzazioni, verbali che, nonostante la richiesta in tal senso avanzata, l'Amministrazione ha ritenuto di non dover mettere a disposizione della Corte, rendendo in tal modo impossibile fare definitivamente piena luce sul processo decisionale seguito e sul percorso operativo adottato per ciascuna operazione. Con tutti i dubbi che possono conseguentemente insorgere quanto meno sul rispetto dei criteri di efficacia, efficienza ed economicità nella pianificazione e nella realizzazione dei processi di privatizzazione. Anche se, come sostiene l'Amministrazione, la regolarità delle operazioni fosse sempre assicurata dall'asserita conformità a legge delle procedure osservate, restano le considerazioni sulla insufficiente trasparenza di non pochi passaggi del processo di privatizzazione.

A tal proposito la Corte non ha ritenuto opportuno il rinvio della conclusione della presente indagine che si sarebbe reso necessario per condurre specifici approfondimenti sul ruolo svolto dal Comitato per le privatizzazioni, approfondimenti che intende tuttavia effettuare con lo svolgimento di un'indagine *ad hoc* nel contesto del programma dei controlli per l'anno 2010. Ciò che appare in ogni caso sin da ora evidente è il peso condizionante che per le scarse strutture amministrative ed i componenti *part time* del Comitato privatizzazioni ha avuto l'articolata gamma dei numerosi *contractors*, ai quali sono stati corrisposti compensi per almeno 2,2 miliardi e che hanno spesso contemporaneamente svolto più di un ruolo o un ruolo complesso: *advisor* e valutatore; *advisor*, valutatore e intermediario/collocatore; valutatore e intermediario/collocatore; consulente finanziario globale; consulente finanziario globale e valutatore; consulente finanziario globale e intermediario/collocatore.

#### Incongruenze nella contabilizzazione degli oneri

Un secondo ordine di considerazioni con riguardo agli aspetti della regolarità riguarda proprio l'importo degli oneri la cui contabilizzazione non appare del tutto chiara. Il riscontro con i dati della serie storica relativa ai capitoli di spesa del Centro di responsabilità Tesoro per negli anni 1994 - 2008 porta, infatti, a calcolare oneri aggiuntivi a carico del bilancio per un ammontare diverso da quello indicato dal Dipartimento del Tesoro - 376,6 milioni e non 193.

Sulla base di questo riscontro, gli oneri complessivamente sostenuti dal MEF non ammonterebbero a 1.749 milioni, come sostenuto dal Dipartimento del Tesoro,

ma a 1.933 milioni. Aggiungendo all'importo a carico del Tesoro gli oneri relativi agli Enti, si perviene a circa 2,4 miliardi, che incidono sul valore totale delle cessioni per il 1,8% circa, con un valore del 2% per le privatizzazioni dirette del MEF.

Come illustrato nel paragrafo 7.1, un'altra incongruenza attiene agli oneri per le cessioni di quote di controllo IRI/Finanziaria Fintecna, indicati nelle Relazioni al Parlamento del 2003 e 2004 ed in una nota dello scorso maggio del Dipartimento del Tesoro in circa 455 milioni, ma nelle Relazioni successive in soli 14,9 milioni. Un importo di oneri per 455,9 milioni appare in effetti incoerente con quello di proventi da ultimo indicati in soli 190,8 milioni, ma di queste differenze e degli accertamenti effettuati per procedere alle correzioni non sono stati forniti chiarimenti da parte del Dipartimento del Tesoro. E si tratta di una differenza di non poco conto: nell'ipotesi che i suddetti oneri fossero effettivamente pari a 455,9 milioni, gli oneri complessivi delle operazioni del Gruppo IRI sarebbero ammontati a 846,1 milioni invece di 405,1 (2,7% dei proventi lordi o risorse reperite totali, invece dell'1,3%) e quelli del complesso delle operazioni ammonterebbero a 2.824,3, con un'incidenza sui proventi lordi (o risorse reperite totali) del 2,1%, invece che dell'1,8%.

Sempre a proposito degli oneri, va, infine, rilevata anche la violazione del principio del bilancio al lordo relativa all'iscrizione in entrata dei proventi al netto della maggior parte delle spese sostenute, che, quindi, non sono state oggetto di specifica autorizzazione parlamentare. Diversamente da quanto sostenuto dall'Amministrazione, la violazione di tale principio, infatti, non può essere esclusa dalla lettera della disposizione della legge 474/94 la quale prevede che agli oneri conseguenti alle operazioni di cessione dei cespiti da dismettere si provvede a carico dei relativi proventi.

#### Sfasamenti temporali nei versamenti al Fondo ammortamento titoli

Contraddizioni, infine, emergono dalle contabilizzazioni relative al Fondo per l'Ammortamento dei titoli di Stato. Dall'esame dei versamenti al fondo si possono, infatti, rilevare sfasamenti temporali anche notevoli tra la data di "entrata in bilancio" e quella relativa al trasferimento al conto dedicato n. 522 di Bankitalia. Sfasamenti "a cavallo" tra due esercizi hanno riguardato circa il 43% delle entrate complessive al Fondo derivanti dalle privatizzazioni per oltre 39 miliardi di cui i più rilevanti sono: ENI - 1995 per circa 3 miliardi (circa tre mesi), ENI - 1996 per 3,76 miliardi (due mesi), Mediocredito centrale - 1999 per 2 miliardi (quattro mesi), l'anticipo di liquidazione dell'IRI - 2000 per 4,13 miliardi (tre mesi), ETI - 2003 per 2,31 miliardi (quasi tre mesi), cessione alla CDP di quote Enel, ENI e Poste Italiane - 2003 per 11 miliardi (circa nove mesi), cessione ad un consorzio di Fondazioni del 30% del capitale CDP per 1.050 milioni - 2003 (otto mesi), Enel - 2004 per 7,5 miliardi (sei mesi). Oltre a questi slittamenti all'anno successivo, si osservano sfasamenti temporali importanti anche nel corso dello stesso esercizio: è questo, in particolare, il caso di ENI - 2007 per 6,6 miliardi (tre mesi) e di Enel - 2005 per 4 miliardi (quattro mesi).

L'Amministrazione ha argomentato che gli sfasamenti temporali sono da considerarsi fisiologici, almeno quelli avvenuti nell'arco di quattro/cinque mesi. Gli sfasamenti di più di sei o anche dodici mesi si spiegherebbero, peraltro, con il fatto che le quietanze, in base alle quali viene predisposta dalla Direzione del Debito pubblico la richiesta di variazione di bilancio, giungerebbero alla stessa Direzione con notevole ritardo rispetto all'effettivo giorno di entrata in bilancio (talvolta sarebbero andate smarrite e sarebbe stato, pertanto, necessario richiedere un duplicato dell'originale). Un caso particolare è quello della privatizzazione IMI, il trasferimento è avvenuto con un ritardo di dieci mesi, in quanto è solo con il decreto legge 166/1994 che è stato istituito un conto dedicato al Fondo stesso, le

cui procedure di attivazione hanno richiesto del tempo. A proposito di queste spiegazioni, a parte il caso IMI (823 milioni nel 1994) per il quale si può osservare che, pur tenendo conto dei tempi tecnici necessari per l'attuazione, il decreto legge istitutivo presso la Banca d'Italia del Fondo di accantonamento del Tesoro è stato emanato pochi giorni dopo l'operazione (rispettivamente 16-17 febbraio e 9 marzo), appare piuttosto sorprendente che contabilizzazioni di tale rilevanza vengano ad essere condizionate da così elementari carenze e disguidi di ordine burocratico.

Secondo l'Amministrazione, i casi nei quali flussi di entrata cospicui (come la cessione di quote ENI, ENEL e Poste a CDP) sono stati accreditati in tempi "meno rapidi" (con trasferimenti avvenuti nell'arco di sei o otto mesi) sarebbero "rari" e si spiegherebbero con l'obiettivo di prevenire potenziali ripercussioni negative derivanti dallo spostamento di somme così ingenti dal conto disponibilità, il cui livello sarebbe diminuito in maniera significativa, implicando la necessità di ripristinarne il livello attraverso maggiori emissioni in momenti di mercato poco favorevoli, con conseguente innalzamento del costo del debito. In altri termini, i ricavi delle cessioni sono stati temporaneamente utilizzati per soddisfare esigenze di liquidità del Tesoro senza dover ricorrere all'emissione di nuovi titoli di debito. A tal proposito, a parte le considerazioni che i casi di lunga dilazione non sono stati rari, ma frequenti, e che le prescrizioni di legge impongono di utilizzare i proventi delle privatizzazioni immediatamente ed unicamente allo scopo della riduzione del debito, la Corte ha inteso esclusivamente chiarire se i ritardi nel trasferimento al FATS delle somme accreditate al bilancio fossero effettivamente serviti ai fini dell'ottimizzazione della gestione del debito o non fossero, invece, in tutto o in parte, il sintomo di inefficienze gestionali.

#### *10.7. Principali linee d'intervento per il futuro*

La fase di persistente incertezza che stiamo ancora attraversando sul piano economico-finanziario costituisce una ragione in più per seguire, nelle decisioni relative alla presenza dello Stato nell'economia, una strategia aggiornata di medio termine che porti a superare le incertezze e le contraddizioni che si sono manifestate negli ultimi anni, con particolare riguardo:

- a) alla necessità della rivisitazione e dell'aggiornamento di strumenti - normativi e finanziari - idonei ad assicurare il mantenimento della presenza pubblica nei settori strategici, la cui necessità è stata riaffermata negli ultimi anni dopo l'annunciato intento di rinunciarvi espresso nel *Libro Bianco* del 2001;
- b) all'esigenza di una chiara ridefinizione del ruolo, oggi tuttora non consolidato, della Cassa Depositi e Prestiti e di quello della presenza delle Fondazioni bancarie nel capitale della società;
- c) all'opportunità di chiarire se il ruolo di Fintecna debba effettivamente essere, come sembra, quello di un vero e proprio ente di gestione;
- d) alla necessità di evitare che con le modalità previste per la confermata privatizzazione di Tirrenia e Fincantieri si finisca con il limitarsi, nel breve termine, a trasferire la proprietà ad altri soggetti pubblici e, nel medio-lungo termine, a dover accettare, come nel caso di Alitalia, soluzioni tanto finanziariamente costose per la collettività quanto incerte in termini di prospettive strategiche;
- e) all'individuazione delle misure necessarie per impedire che, accanto al processo di privatizzazione, prosegua un parallelo processo di estensione

del settore pubblico dell'economia attraverso un forzato ricorso alla "societarizzazione" di funzioni amministrative, oltre che continuando sui due percorsi, entrambi suscettibili di effetti distorsivi:

- a. della pubblicizzazione di aziende private che comportino (come è avvenuto con la pubblicizzazione di SOGEI) l'internalizzazione di attività di produzione, che sarebbe stato più economico procurarsi sul mercato competitivo, oltre che l'indiscriminata presa in carico di tutto il personale dipendente;
- b. della presenza di organismi che, come nel caso dell'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa (già Sviluppo Italia) e di Italia Lavoro, nonostante il meritevole sforzo di ristrutturazione in corso, solo apparentemente possono sfuggire ai condizionamenti della perdurante logica assistenzialistica, in quanto il loro processo di risanamento in realtà avviene per lo più solo con il trasferimento ad altri soggetti pubblici, centrali o decentrati, delle attività risultanti dal salvataggio di imprese private decotte o dalla promozione di nuove iniziative quasi sempre destinate a restare fuori mercato.

## Appendice I Quadro normativo delle privatizzazioni

### 1. Il quadro normativo comunitario

L'ordinamento soprannazionale non vieta, in sé, l'intervento pubblico in economia; infatti l'art. 295 Tratt. CE ha previsto il principio della neutralità comunitaria, rispetto al regime di proprietà, sia essa pubblica o privata, vigente negli Stati membri. Il sistema europeo, infatti, non consente quelle forme di iniziativa economica pubblica che possano porsi in contrasto con i valori di fondo del sistema comunitario e che non siano giustificate dalla salvaguardia di interessi essenziali delle singole compagini statali appartenenti al consesso europeo.

Nella delineata prospettiva, si segnala l'art. 86, I co. del Trattato CE che recita: "Gli Stati membri non emanano né mantengono, nei confronti delle imprese pubbliche, e delle imprese cui riconoscono diritti speciali o esclusivi, alcuna misura contraria alle norme del presente Trattato, specialmente a quelle contemplate dagli articoli 12 e da 81 e 89 inclusi".

Il divieto di cui al primo comma dell'art. 86, parzialmente attenuato dai commi successivi, in generale fa riferimento a qualsiasi misura anti - concorrenza, nel cui ambito, in via esemplificativa vi è da ricordare la concessione di diritti esclusivi, la formazione di posizioni dominanti e di preminenza nell'ambito del mercato, il loro abusivo sfruttamento, nonché la previsione di irragionevoli disparità di trattamento fra operatori economici in base al loro paese di provenienza. L'ipotesi maggiormente pregnante, tuttavia, è quella costituita dagli aiuti alle imprese, contemplata dall'art. 86 e in particolare dall'art. 87, che al primo comma dispone che "Salvo deroghe contemplate dal presente Trattato, sono incompatibili con il mercato comune, nella misura in cui incidono sugli scambi fra gli stati membri, gli aiuti concessi dagli Stati, ovvero mediante risorse statali, sotto qualsiasi forma, che, favorendo talune imprese o talune produzioni, falsano o minacciano di falsare la concorrenza".

Il II comma individua, quindi, tre tipologie di aiuti ritenute compatibili con i valori comunitari:

- gli aiuti a carattere sociale concessi ai singoli consumatori, a condizione che siano accordati senza discriminazioni determinate dall'origine dei prodotti;
- gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali;
- gli aiuti concessi all'economia di determinate regioni della Repubblica Federale di Germania che risentono della divisione del paese, nella misura in cui siano necessari a compensare gli svantaggi economici provocati da tale divisione.

E' evidente come la *ratio* della deroga vada individuata in una valutazione positiva, fatta dallo stesso legislatore comunitario, delle misure in questione, che non falsano la concorrenza fra le imprese, ma piuttosto mirano a ristabilire lo status quo ante - scenario di base per una corretta concorrenza -, in situazioni storico ambientali patologiche o in presenza di soggetti economicamente più deboli nel gioco della contrattazione economica.

Il III comma dell'articolo in parola, infine, individua ulteriori tipologie di aiuti potenzialmente compatibili con il mercato comune, nelle quali rientrano:

- a) gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso oppure si abbia una grave forma di sotto occupazione;

b) gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro;

c) gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse;

d) gli aiuti destinati a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio, quando non alterino le condizioni degli scambi e della concorrenza nella Comunità in misura contraria all'interesse comune;

e) le altre categorie di aiuti, determinate con decisione dal Consiglio, che delibera a maggioranza qualificata su proposta della Commissione.

Nel tornare ad un esame del testo dell'art. 87 complessivamente inteso, se ne deduce che ogni aiuto che falsi o minacci di falsare la libera concorrenza non è consentito.

Per aiuto deve intendersi non solo ogni sovvenzione economica palese, ma anche qualsiasi misura che direttamente o indirettamente produca per l'impresa un beneficio economico, quale, ad esempio, una riduzione di costi, un'agevolazione fiscale, uno sgravio di oneri sociali o di tassi d'interesse, una tariffa preferenziale, una garanzia statale e via dicendo.

Nel disegno dell'art. 87 ha rilievo, sotto il profilo formale, tanto l'aiuto che si manifesti in una legge quanto quello che si concreti in un provvedimento amministrativo.

La dottrina comunitaria più autorevole ha evidenziato come tra le ipotesi più rilevanti di aiuti statali vadano annoverate tutte quelle forme di assunzioni di partecipazioni dello Stato o di altro ente pubblico nelle imprese non conformi a criteri di sana gestione imprenditoriale.

Alla luce di tali autorevoli insegnamenti, un sistema di partecipazioni statali è da ritenersi conforme ai principi della libera concorrenza, se e nella misura in cui esso sia rispettoso delle regole del mercato. Qualora, invece, detto intervento pubblico crei discriminazioni, rendite di posizione, oppure risulti antieconomico, si violano i principi in questione. In altri termini, è illegittima ogni misura idonea a falsare il gioco della libera concorrenza, vanificando in tal modo ogni effetto delle norme.

"Il controllo, quindi, si rivela necessario e può portare alla dichiarazione di incompatibilità quando l'apporto pubblico che si manifesta attraverso l'assunzione di partecipazioni nell'impresa non corrisponde a quello di un investitore privato che operi un conferimento di capitali in normali condizioni di un economia di mercato. Così rientra nell'ipotesi rilevante il caso di un apporto che non appare ragionevole prevedere redditizio a causa della struttura e della consistenza dell'indebitamento; dell'importo a favore di un'impresa che non riesce a trovare sul mercato i mezzi necessari per realizzare un programma d'investimenti; di un conferimento di capitali che riduce l'equilibrio tra pubblico e privato in maniera giustificabile solo con la cattiva competitività e redditività dell'impresa"<sup>104</sup>.

La stessa Corte di Giustizia, in più occasioni<sup>105</sup>, ha statuito sulla necessità di accertare se un dato apporto di capitale sia avvenuto in circostanze di una normale economia di mercato, con conseguente valutazione di quello che sarebbe stato, nel medesimo contesto, il comportamento di un investitore

<sup>104</sup> G: Tesauro, Diritto comunitario, Padova 2001, p.653.

<sup>105</sup> Corte Giustizia: 21 marzo 1991, c. 303/88 e 1 aprile 2004, c. 99/02.

privato di pari dimensioni. Per il giudice comunitario, quindi, una holding pubblica può ripianare le perdite di una controllata senza violare i precetti comunitari, a condizione che detto apporto sia idoneo al miglioramento della redditività della controllata stessa, anche a lungo termine; di contro, il caso di aiuto statale che non persegua le anzidette finalità non è compatibile con il sistema comunitario.

## **2 Il quadro normativo nazionale**

Il primo dato da segnalare è che, come evidenziato già nell'indagine di questa Corte relativa alle privatizzazioni immobiliari, il potere politico ha legiferato in questa materia in modo così frammentario e disorganico da potersi definire caotico; regolamentando per singoli settori e ricorrendo indifferentemente allo strumento della legge, del decreto legge, del decreto legislativo, della legge finanziaria, dei collegati a quest'ultima, del regolamento ministeriale, etc. Tutto questo, naturalmente non consente una facile conoscibilità ed accessibilità alle fonti regolatrici, il che sarebbe invece assolutamente necessario al fine della trasparenza etc..Ed infatti:

- **le aziende di credito** sono state trasformate in S.p.A. in base a due fondamentali provvedimenti normativi e cioè dalla l. delega 30 luglio 1990, n. 218, e dal conseguente d. lgs. 20 novembre 1990, n. 356, cui ne sono comunque seguiti altri. Siamo quindi in presenza di un contesto giuridico ancora in itinere ma già alquanto complesso;
- **la privatizzazione degli enti non economici** fa riferimento al d.lgs. 419/99; al quale è seguito il d. lgs. 29 giugno 1996, n. 367, contenente "disposizioni per la trasformazione degli enti che operano nel settore musicale in fondazioni di diritto privato"; ed il decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509 intitolato: "attuazione della delega conferita dall'art. 1, comma 32, della legge 24 dicembre 1993, n. 537, in materia di trasformazione in persone giuridiche private di enti gestori di forme obbligatorie di previdenza ed assistenza";
- **per la privatizzazione delle aziende locali**, infine, il processo di trasformazione si è basato in linea di massima sul ricorso alla S.p.a., ma con peculiarità specifiche.

Non inutile sembra poi segnalare la previsione normativa, contenuta nel decreto legislativo n. 343 del 5 dicembre 2003, art. 10, modificativo del d. lgs 303 del 30 luglio 1999 che prevede la possibilità di **privatizzare i servizi generali di supporto alla Presidenza del Consiglio dei Ministri**. Si tratta di un'estensione del modulo societario anche nel campo delle attività collaterali e strumentali a quelle istituzionali della Presidenza.

**Il processo di privatizzazione delle partecipazioni statali** prende avvio con il D.L. 5.12.1991, n. 386, convertito dalla legge 29-1-1992, n. 35, che contiene "Norme per la trasformazione in S.p.a. degli enti pubblici economici, delle aziende autonome e degli enti di gestione, per la dismissione delle partecipazioni delle società derivanti dalla suddetta trasformazione, e per l'alienazione e la gestione economica dei beni patrimoniali dello Stato".

Per quanto concerne in particolare le privatizzazioni mobiliari, il D.L. 386/91 affrontava sia il problema della privatizzazione della forma giuridica degli enti pubblici economici, sia quelli relativi alla privatizzazione dell'assetto proprietario delle società derivanti dalla trasformazione degli enti suddetti. Il decreto conteneva inoltre, all'art. 2, anche la disciplina delle privatizzazioni immobiliari.

La disciplina della privatizzazione delle imprese pubbliche è stata peraltro modificata radicalmente dal successivo D.L. 11-7-1992, n. 333, convertito con modificazioni dalla legge 8-8-1992, n. 359. La nuova disciplina, che ha sostituito la precedente almeno per quanto concerne il procedimento di trasformazione in S.p.a. degli enti pubblici economici, dispone, tra l'altro, la presentazione da parte del Governo del programma di riordino delle partecipazioni detenute alle competenti Commissioni parlamentari per la formulazione di un parere entro il termine regolamentare. Tale programma è stato presentato dal Governo in data 16 novembre 1992.

Successivamente, in data 15 aprile 1993 è stato presentato il documento del Ministro del Tesoro sul riordino delle partecipazioni pubbliche e sullo stato delle privatizzazioni.

Il settore delle telecomunicazioni avvia il processo di riassetto in forza della legge 28 gennaio 1992, n. 58.

Rinviano alla specifica appendice II per la rassegna delle innovazioni normative introdotte in materia di procedure di privatizzazione, sono da segnalare, inoltre:

- 1) legge 149 del 18 febbraio 1992, sostituita dal d. lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria).
- 2) riordino di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL e INA;
- 3) DPCM 30.6.1993
- 4) Direttiva CEE n. 96/92 emanata il 19.12.1996;
- 5) il decreto-legge 31.5.1994, n. 332 (convertito dalla legge 30.7.1994, n. 474) contenente "Norme per l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni".
- 6) La legge 4.7.1994, n. 432, di conversione del D.L. 6.5.1994, n.269, in forza della quale nel caso di trasformazione di enti pubblici in EPE o in società per azioni continuano ad essere attribuite alla giurisdizione esclusiva del G. A. le controversie relative a questioni attinenti al periodo del rapporto di lavoro svoltosi anteriormente alla trasformazione;
- 7) La legge 14.11.1995, n. 481, che ha istituito le Autorità di regolazione dei servizi di pubblica utilità nei settori dell'energia elettrica e del gas. L'art. 1 bis del D.L. 332/94, infatti, espressamente subordinava le dismissioni delle partecipazioni azionarie dello Stato e degli enti pubblici nelle società destinate a gestire servizi pubblici alla creazione di organismi indipendenti per la regolazione delle tariffe e il controllo della qualità dei servizi di rilevante interesse pubblico. Finalità del provvedimento legislativo è quella di affidare ad un'autorità terza il controllo di costi, prezzi e qualità dei servizi in settori in cui facilmente può verificarsi il passaggio da un monopolio pubblico ad un monopolio privato. (E' opportuno, tuttavia, segnalare che il Consiglio di Stato, Sezione I con parere reso il 9.10.1996, n. 228, ha precisato che la previa istituzione delle Autorità di regolazione riguarda solo la privatizzazione delle società assoggettate alla procedura per l'inserimento nello statuto degli speciali poteri previsti a favore dell'azionista pubblico, e riassumibile nel meccanismo della *golden share*);
- 8) DPCM 19 aprile 1995, 19 maggio 1995 e 10 maggio 1995, relativi alla dismissione dei pacchetti azionari di ENI, IMI, ENEL
- 9) Legge 19 novembre 1996, n. 588, Disposizioni urgenti per il risanamento, la ristrutturazione e la privatizzazione del Banco di Napoli

- 10) Legge 27 novembre 1996, n. 602, Disposizioni urgenti per l'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni azionarie delle Stato e degli enti pubblici
- 11) Legge 59/97 art. 11
- 12) Legge 127/97 art. 17, comma 60 che abroga il comma 6, dell'art. 1 della legge 474/94
- 13) La legge 31.7.1997, n. 249 che, completando il disegno della L. 481/95, istituisce l'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni
- 14) DPCM 8 agosto 1997 relativo alla dismissione del pacchetto azionario di TELECOM
- 15) Decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 cd Legge Draghi "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria", che ha introdotto profondi cambiamenti nella disciplina dei mercati finanziari e delle società quotate. Con l'obiettivo di consolidare il quadro legale per i mercati finanziari, avvicinandolo agli standard delle economie capitalistiche più avanzate. Detta legge ha razionalizzato un complesso corpus di regole consolidando oltre 30 leggi precedenti in un unico testo normativo. Le principali innovazioni hanno riguardato la trasparenza e gli obblighi di informazione, la protezione degli azionisti di minoranza e le offerte pubbliche di acquisto
- 16) DPCM 23 maggio 1998, dismissione pacchetto azionario di BNL
- 17) Legge 16 giugno 1998, n. 184, Disposizioni in materia di dismissioni delle partecipazioni statali
- 18) Decreto legislativo n. 79 del 16 marzo 1999 art. 8, comma 1 detta disposizioni per la cessione di impianti di produzione di energia elettrica dell'ENEL Spa
- 19) D. lgs n. 283 del 9 luglio 1998 (Monopoli)
- 20) D. lgs.vo n. 116 del 21.4.1999 (Poligrafico)
- 21) D.lgs n. 141 del 11.5.1999, (Ente autonomo acquedotto pugliese)
- 22) Art. 66 della legge 488 del 23. 12. 1999 (legge finanziaria per il 2000)
- 23) DPCM 4 maggio 1999, c.d. Direttiva D'Alema
- 24) DPCM 11 febbraio 2000
- 25) Decreto del Presidente del Consiglio del 30 settembre 2000
- 26) DL 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326 (trasformazione in Spa della Cassa depositi e prestiti)
- 27) Legge 350 del 24.12.2003, art. 4 commi 227-231
- 28) DPCM 10 giugno 2004

### **3. La Disciplina Delle Privatizzazioni**

Il 1992 è l'anno di inizio dei grandi procedimenti di smantellamento dei principali Enti pubblici economici.

E', tuttavia, da precisare come l'anno in questione non segni, in assoluto, l'avvio dei procedimenti di privatizzazione, poiché, negli anni '80 furono ceduti Alfa Romeo, Lanerossi e la SME (azienda alimentare); a metà degli anni '80 furono oggetto di dismissione l'Alitalia, la Sirti e la Stet; nel 1990 erano intervenuti due provvedimenti di riforma del settore bancario.

In ogni caso l'avvio del processo di trasformazione degli enti pubblici non è stato lineare ed uniforme; in generale è iniziato con la trasformazione degli stessi in S.p.A., con conferimento iniziale di tutto il patrimonio azionario in capo allo Stato, e solo in seguito si è proceduto e/o si sta procedendo all'allocazione dei titoli azionari presso il mercato degli investitori privati.

### Il D.L. 386/91 convertito nella-legge 35/92

Il D.L. 386/91 (convertito dalla legge 35/92) conteneva una organica, ma anche defatigante e farraginoso, disciplina delle privatizzazioni il cui punto critico più rilevante consisteva nel fatto che il legislatore non aveva previsto l'obbligatorietà dei processi di trasformazione. Questi ultimi, infatti, venivano rimessi ad un atto, ampiamente discrezionale nell'*an* e nel *quando*, di competenza degli organi di ciascun ente, atto soggetto comunque all'approvazione del Ministero del bilancio (che si sostituisce al soppresso Ministero delle Partecipazioni statali) quale requisito esterno di efficacia.

Inoltre la legge non individuava quali erano gli enti da trasformare; né dettava chiare disposizioni circa le modalità di collocamento sul mercato finanziario. Detta disciplina era articolata in tre figure procedimentali tipizzate:

- 1) il procedimento di trasformazione in società per azioni degli enti pubblici economici, degli enti di gestione e delle aziende autonome;
- 2) il procedimento di dismissione delle azioni detenute dallo Stato nelle società derivanti dalla trasformazione;
- 3) il procedimento per la gestione economica e l'alienazione dei beni patrimoniali disponibili di proprietà dello stato.

Il procedimento di trasformazione in S.p.a. degli enti pubblici economici delineato dal D.L. 386/91 si articolava nei seguenti passaggi fondamentali:

- proposta da parte del Ministro del Bilancio, d'intesa con i Ministri competenti, degli indirizzi di politica economica ed industriale in conformità ai quali dovevano essere attuate le trasformazioni in s.p.a.;
- deliberazione del CIPE;
- parere non vincolante reso dalle competenti Commissioni parlamentari entro il termine regolamentare (20 giorni dall'assegnazione, salvo termine più ampio fissato dal presidente);
- deliberazioni di trasformazione, con le conseguenti modifiche statuarie, da parte degli enti entro due mesi dalla formale comunicazione della delibera del CIPE ed in conformità a questa;
- approvazione con decreto dei Ministri del Bilancio, del Tesoro e degli altri Ministri competenti, delle deliberazioni di trasformazione degli enti.

Le società così costituite erano soggette alla disciplina di diritto comune; per l'esercizio dei poteri sociali spettanti all'azionista pubblico era previsto che il presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto con i Ministri del Tesoro, del Bilancio, delle Finanze e gli altri Ministri competenti, sentito il CIPE, nominasse i rappresentanti dello Stato nelle assemblee delle società. Solo per le delibere di modifica dello statuto, nonché per tutte quelle concernenti il diritto di voto, era prevista l'approvazione del Ministro del Bilancio, di concerto con il Ministro del Tesoro e gli altri Ministri competenti.

L'attuazione del procedimento di trasformazione in società per azioni, di cui al D.L. 386/91, interrotta dall'emanazione del successivo D.L. 333/92, ha seguito solo parzialmente il modello delineato dalla legge. Con la deliberazione del 25 marzo 1992, infatti, il CIPE, fissati alcuni indirizzi generali di politica economica ed industriale, invitava tutti gli enti di gestione delle partecipazioni statali, le aziende autonome, gli enti portuali, gli enti fieristici, nonché alcuni enti nominativamente indicati (ENEL, Ente ferrovie dello stato, ICE, INA, SACE, SIAE) a predisporre un programma per la loro trasformazione in S.p.A., da trasmettere entro 30 gg. dalla pubblicazione della delibera al Ministro competente nonché ai Ministri del Bilancio, del Tesoro e delle Finanze.

Sulla base dei programmi pervenuti, i Ministri competenti avrebbero dovuto predisporre entro 10 gg. dalla ricezione i relativi progetti di trasformazione in S.p.A. da trasmettere al CIPE. Quest'ultimo, esaminati i progetti ed identificati gli enti da trasformare, avrebbe avviato la procedura di trasformazione vera e propria.

Nella realtà, invece, l'attuazione delle indicazioni contenute nella deliberazione del CIPE registrò una serie di ostacoli, producendo ritardi: non tutti gli enti compresi nella deliberazione predisposero i programmi ed alcuni fra loro manifestarono perplessità rispetto ad una propria completa trasformazione in S.p.A. prospettando una soluzione basata sul mantenimento dell'ente pubblico per l'espletamento delle funzioni pubblicistiche e sulla contemporanea costituzione di società per azioni per lo svolgimento dell'attività di impresa. Di fatto la norma non aveva quella forza e coattività intrinseca necessaria a far partire il processo di privatizzazione, così che si ritenne necessario adottare una disciplina completamente nuova.<sup>106</sup>

*La disciplina della privatizzazione delle imprese pubbliche prevista nel d.l. 333/92 convertito nella legge 359/92*

Come già detto, il procedimento di trasformazione in S.p.A. degli enti pubblici economici e di dismissione delle azioni detenute dallo Stato è stato ampiamente modificato dal D.L. 333/92, convertito in legge 359/93 agli artt. 14-20, e successivamente dal D.L. 23 aprile 1993, n. 118, conv. in L. 23 giugno 1993, n. 202.

In specie, una sostanziale accelerazione della procedura di dismissione è stata, da ultimo, sancita dal D.L. 10 settembre 1993, n. 350, conv. in L. 8-11-1993, n. 442 e del citato D.L. 332/94 convertito in L. 474/94).

Il provvedimento 333/92 è estremamente succinto, al punto da apparire quasi una legge delega soprattutto là dove all'art. 16, c. 1, prevede che "il Ministro del Tesoro predispone un programma di riordino" attuato poi con il DPCM 30.6.1993. (che tra l'altro istituisce il Comitato per le privatizzazioni). Anche se con la legge in argomento è stata attuata una privatizzazione solo formale degli enti, questo è stato, comunque molto utile almeno per tre motivi.

In primo luogo, perché ai nuovi enti S.p.A. si applicano le norme previste dal codice civile in tema di bilancio societario, con la conseguenza di una maggiore trasparenza e leggibilità dei risultati di gestione.

In secondo luogo, perché il nuovo modello costringe gli amministratori a confrontarsi con i vincoli economici della gestione e con la conseguente applicazione delle varie norme che disciplinano l'istituto del capitale sociale.

---

<sup>106</sup> Per quanto concerne il procedimento di dismissione delle partecipazioni detenute dallo Stato nelle società derivanti dalla trasformazione in s.p.a. delle aziende autonome statali e degli enti pubblici economici, il D.L. 386/91 dettava la seguente disciplina:

- a) spettava al CIPE fissare gli indirizzi sulla cui base il Ministro del Tesoro doveva collocare sul mercato le quote di capitale sociale da alienare. Nel caso di cessione della quota di controllo, il D.L. richiedeva che sull'operazione si pronunciasse il Parlamento attraverso deliberazioni delle Camere, in conformità delle quali il Consiglio dei Ministri provvedeva all'emanazione del decreto di approvazione della deliberazione del CIPE;
- b) per il collocamento sul mercato erano previsti appositi decreti del Ministro del Tesoro, sentito il CIPE, con cui venivano fissate le condizioni, i prezzi, le modalità di cessione, i diritti dell'azionista pubblico e l'attribuzione delle partecipazioni di controllo. Il collocamento doveva avvenire di norma in modo da assicurare ampia e durevole diffusione delle azioni fra il pubblico e prevenire il formarsi di concentrazioni e posizioni dominanti;
- c) i proventi delle cessioni dovevano essere versati all'entrata del bilancio dello Stato con le modalità fissate dal Ministro del tesoro.

In terzo luogo, perché le nuove SpA sono tenute al perseguimento della causa lucrativa senza quelle possibilità esistenti in passato di intraprendere operazioni economiche improduttive o connotate dall'assunzione di oneri impropri.

Una volta dato l'avvio al processo di privatizzazione, gli anni successivi sono stati caratterizzati da una lenta evoluzione, tesa al raggiungimento degli obiettivi della c.d. "privatizzazione sostanziale".

Va anche detto che non sempre il legislatore è riuscito ad essere coerente con le premesse, anche in considerazione degli obiettivi che voleva raggiungere: il primo è sicuramente quello della riduzione del debito pubblico, tramite la massimizzazione dei proventi derivanti dalle vendite, quindi, quello di fare cassa; il secondo è quello di favorire il c.d. "azionariato diffuso" ed il terzo è quello di restituire efficienza e competitività ad imprese ex pubbliche reinserendole in un meccanismo di mercato concorrenziale.<sup>107</sup>

La legge 359/92 ha totalmente abrogato le disposizioni contenute nella legge 35/92, con l'eccezione di quanto previsto in tema di aziende autonome, che non sono comprese nell'ambito applicativo della novella.

L'art. 20 del D.L. 333/92 dichiara infatti abrogate tutte le norme ad essa contrarie o incompatibili. Questa previsione solleva alcuni problemi sull'individuazione delle singole norme contrarie o incompatibili. In generale il procedimento di trasformazione definito dal decreto 386/91 appare del tutto incompatibile con quello delineato dal successivo D.L. 333/92. Questa incompatibilità riguarda sicuramente gli enti direttamente trasformati in S.p.A. dal decreto, ma la previsione dell'art. 18, riguarda probabilmente anche le trasformazioni di altri enti pubblici economici. L'art. 18, infatti, attribuisce al CIPE la facoltà di deliberare direttamente la trasformazione di altri enti, e ciò sembra incompatibile con la procedura dettata dal precedente decreto legge (che prevedeva all'uopo indirizzi del CIPE, parere delle Commissioni parlamentari, delibere degli organi direttivi degli enti, decreto di approvazione del Ministro del Bilancio).

---

<sup>107</sup>Il nuovo procedimento di privatizzazione ex lege 359/92 si articolava nei seguenti passaggi fondamentali:

- a) viene disposta, direttamente dal decreto e con effetto dalla data di entrata in vigore, la trasformazione in s.p.a. dell'Istituto per la ricostruzione industriale (IRI), dell'Ente nazionale idrocarburi (ENI), dell'istituto nazionale assicurazioni (INA) e dell'Ente nazionale per l'energia elettrica (ENEL). La pubblicazione del decreto tiene luogo di tutti gli adempimenti previsti dal codice civile e dalle altre fonti legislative per la costituzione di società commerciali;
- b) il Ministro del Tesoro, entro tre mesi dall'entrata in vigore della legge di conversione del decreto, predispone un programma di riordino e privatizzazione da sottoporre, d'intesa con il Ministro del Bilancio, dell'Industria e delle Partecipazioni statali, al Presidente del Consiglio (art. 16, I e III co.);
- c) il programma viene quindi inviato alle competenti Commissioni permanenti del Parlamento per la formulazione di un parere non vincolante entro i termini regolamentari;
- d) il programma, dopo la formulazione del parere delle Commissioni o l'inutile decorso dei termini previsti, viene approvato dal Consiglio dei Ministri e diviene esecutivo;
- e) Il CIPE può deliberare la trasformazione in società per azioni degli altri enti pubblici economici (non anche delle aziende autonome, come era invece previsto dal precedente D.L. 386/91), qualunque sia il loro settore di attività. La deliberazione del CIPE produce tutti gli effetti giuridici previsti dal D.L. per le trasformazioni dallo stesso disposte. Sono salve le norme della legge 30-7-1990, n. 218 (c.d. legge Amato), sulle trasformazioni, fusioni, incorporazioni e conferimenti delle aziende di credito.
- f) Le azioni delle neonate SpA sono state attribuite inizialmente al Ministero del tesoro, ora Ministero dell'economia e delle finanze, il quale avrebbe esercitato i diritti dell'azionista unico nel rispetto delle direttive del Presidente del Consiglio dei Ministri e d'intesa con altri dicasteri (art. 15, III co.).

Assai più incerta è la sorte della disciplina relativa alle procedure di dismissione delle partecipazioni detenute dallo Stato nelle società derivanti dalla trasformazione. In riferimento a quest'ultima, non vi sono elementi testuali di incompatibilità, ma sembra esservi piuttosto una radicale differenza nell'impostazione complessiva del procedimento. Particolarmente problematico appare il profilo inerente ai rapporti tra Governo e Parlamento rispetto alle deliberazioni di dismissione quando ne derivi la perdita della quota di controllo. Il D.L. 386/91 prevedeva che in tal caso la deliberazione del CIPE dovesse essere inviata alle Camere per la formulazione di un parere vincolante sulla cui base la deliberazione del CIPE veniva recepita dal Consiglio dei Ministri. Il successivo D.L. prevede, invece, un atto complessivo di riordino e dismissione di tutte le partecipazioni detenute dallo Stato nelle società derivanti dalla trasformazione degli enti pubblici economici contenuta nell'art. 1 del D.L. 386/91. Nel *libro verde* sul programma di riordino presentato dal Ministro del Tesoro viene prospettata la tesi secondo cui sarebbe comunque in vigore la disciplina che subordina al parere favorevole del Parlamento la deliberazione dei Ministri competenti di dismettere la quota di controllo delle società derivanti dalla trasformazione degli enti di gestione e degli altri enti pubblici ricompresi nella disciplina del D.L. 333/92. In ogni caso detta disciplina riguarda esclusivamente queste ultime operazioni e non anche quelle relative alla dismissione delle società capo-settore o operative, pur ricomprese nel programma all'esame delle Commissioni.

#### La Delibera CIPE del 30.12.1992

Il Cipe, con delibera del 30.12.1992, ha statuito, all'art. 3, che "le dismissioni dovranno essere effettuate mediante:

- offerta pubblica di vendita, sia a prezzo fisso sia a prezzo determinato con sistema d'asta;
- asta pubblica, con eventuale preselezione dei partecipanti, anche finalizzata alla formazione di un nucleo stabile di azionisti di riferimento;
- trattativa privata".

Tali disposizioni sono poi rifluite nella legge 474/94 di conversione del dl 332/94.

#### Il DPCM 30.6.1993 istitutivo del Comitato privatizzazioni

Il Comitato ha il compito di fornire assistenza tecnica alle autorità preposte al programma di dismissione delle partecipazioni pubbliche, nonché di assolvere a funzioni di garanzia della trasparenza e della congruità delle procedure poste in essere dal Governo.

#### Il Dl 332 del 31 maggio 1994 convertito in legge 474/94

La legge 474/94 contempla numerosi istituti e previsioni tra i quali:

- all'art. 1, le modalità di dismissione;
- all'art. 1bis, la previsione di organismi indipendenti per la regolazione delle tariffe;
- all'art. 2, l'individuazione delle società da privatizzare e successivamente la quota che lo Stato intende trasferire ai privati, nonché i poteri speciali che possono essere esercitati;

- all'art. 3 e segg., disposizioni che consentono di introdurre limiti massimi al possesso azionario;
- all'art. 6, nuove attribuzioni alla CONSOB;
- all'art. 8, un'ipotesi particolare di offerta pubblica di acquisto obbligatoria (successivamente abrogata dal D. l.vo 58/98);
- all'art. 9, la possibilità di pagamento rateale ed il voto per corrispondenza;
- all'art. 4, la novità del "voto di lista";
- all'art. 13, la copertura finanziaria e la previsione che il Ministro del Tesoro trasmetta al Parlamento una relazione semestrale.

*Art. 1: Modalità delle dismissioni delle partecipazioni azionari dello Stato e degli Enti pubblici*

commi 1, 2, 3

All'art. 1 comma 1 la legge dispone che le dismissioni in parola (cioè: "...le alienazioni delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in SpA e i conferimenti delle stesse società partecipate, nonché gli atti e le operazioni complementari e strumentali alle medesime alienazioni inclusa la concessione di indennità e manleva secondo la prassi dei mercati") devono essere effettuate mediante modalità diverse da quelle previste dalle "vigenti norme di legge e di regolamento sulla contabilità dello Stato, che non si applicano" alle fattispecie indicate. La scelta della non applicabilità delle norme di cui al r.d. 827/1924 fu fatta per dare maggiore accelerazione ai processi di dismissione. Infatti i sistemi di gara previsti dal regolamento di contabilità (asta pubblica, licitazione privata e trattativa privata) non furono ritenuti idonei a causa della loro rigidità.

La legge 474/94, sulla base delle indicazioni contenute nella delibera CIPE del 30 novembre 1992 e, naturalmente, delle scelte politiche ed economiche dell'esecutivo, ha, invece, previsto quattro modalità di alienazione delle partecipazioni. Queste sono da decidersi di volta in volta, previa scelta effettuata ai sensi dell'art. 1, co. 2 della legge in esame, "con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro del Tesoro, di concerto con i Ministri dell'industria, del commercio dell'artigianato e del bilancio e della programmazione economica".<sup>108</sup>

Il Ministro del Tesoro delibera, invece, autonomamente per le dismissioni delle partecipazioni delle società per azioni costituite nel settore creditizio, per effetto del D.Lvo. 356/90 (art. 1, comma 7 legge 474/94).

La prima modalità prevista nel **comma 2** dell'art. 1 è l'offerta pubblica di vendita prevista dalla legge 149 del 18 febbraio 1992, oggi sostituita dal d. lgs. N. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). È importante notare che questa prima modalità era indicata dal legislatore come quella preferita, ed infatti nella norma si legge: quella "di norma effettuata".

La seconda modalità "mediante cessione delle azioni sulla base di trattative dirette con i potenziali acquirenti"; la terza modalità mediante il ricorso ad ambedue le procedure: vendita e trattativa diretta.<sup>109</sup>

Il criterio per la scelta di una via piuttosto che un'altra tra quelle previste nel comma 2 è, come già detto, condizionato dall'indicazione "effettuata normalmente" che è a favore dell'offerta pubblica di vendita. In questo modo il Governo fa proprio l'orientamento che, ispirandosi al sistema inglese più diffuso di privatizzazione, c.d. *Public companies*, la considera come la più efficace.

<sup>108</sup> Norma recentemente sostituita dall'art. 4, comma 218, lett. a) della l. 24 dicembre 2003, n. 350, che ha più genericamente attribuito al Presidente del Consiglio dei Ministri un potere di individuazione delle modalità di alienazione da esercitarsi volta per volta.

<sup>109</sup> L'art. 1 comma 2 della legge 474/1994 è stato abrogato dall'art. 4, comma 218, lett. a) della legge 350 del 24.12.2003 che ha introdotto i nuovi commi 2, 2bis e 2ter. riportati al paragrafo 7.

Un quarto tipo di dismissione è previsto dal **comma 3** dell'art. 1 e cioè mediante trattativa diretta a società che costituiscano "un nucleo stabile di azionisti di riferimento" che presentino requisiti di idonea capacità imprenditoriale, ad avanzare, agendo in concerto, offerte comprensive dell'impegno di garantire determinate condizioni finanziarie, economiche e gestionali.<sup>110</sup>

Quindi la cessione si può realizzare invitando determinati possibili acquirenti, i quali aderiscono ad un accordo finalizzato alla costituzione di un nucleo stabile di azionisti. L'individuazione di essi è fatta con "decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro del Tesoro, di concerto con quelli dell'Industria, del Commercio e dell'Artigianato e del Bilancio e della Programmazione economica" Nel caso, invece, di partecipazioni indirette, l'individuazione dei potenziali acquirenti è rimessa ad una deliberazione dell'organo societario competente. I destinatari dell'invito devono ovviamente presentare requisiti di garanzia e sono vincolati al rispetto del contratto di cessione e all'annesso accordo per un tempo prefissato.

Qualora all'accordo partecipi lo stesso Ministro del Tesoro, quale socio pubblico, è riconosciuto a suo favore il diritto di prelazione nel caso di cessione.

Il sistema di dismissione mediante vendita diretta costituisce un metodo relativamente semplice di privatizzazione ed è generalmente caratterizzato da un elevato grado di efficacia rispetto agli obiettivi strategici di risanamento di certi settori economici che vengono affidati agli acquirenti particolarmente interessati e dotati dei mezzi finanziari per farvi fronte.<sup>111</sup>

Si ritiene importante segnalare che successivamente, con i D.P.C.M. 19 aprile 1995, 10 maggio 1995, 8 agosto 1997 e 23 maggio 1998, relativi alle dismissioni dei pacchetti azionari di ENI, IMI, ENEL, TELECOM e BNL, è stato previsto invece che "le alienazioni avvengano sia mediante l'offerta pubblica di vendita, sia mediante la trattativa diretta, al fine di costituire un azionariato stabile". Secondo autorevole dottrina<sup>112</sup>, "l'istituto in questione, anziché favorire ed agevolare il raggiungimento dell'obiettivo perseguito, consistente nell'assunzione, contestuale o immediatamente successiva al compimento delle operazioni di dismissione, di una struttura organizzativa ispirata al modello della *Public company*, ossia di una forma societaria contraddistinta, come rilevato, non solo da un'ampia diffusione del capitale tra una molteplicità di azionisti, ma anche e soprattutto della reale contendibilità degli assetti di controllo, ne rappresenta, invece, un fattore ostativo: ed invero, tale limite all'acquisto di quote di proprietà superiori ad una determinata soglia, se da un punto di vista statico impedisce la concentrazione degli assetti proprietari, si da apparire come un fattore funzionale alla frantumazione del capitale, esaminato, invece, nella prospettiva dello svolgersi dinamico dei meccanismi di circolazione delle partecipazioni azionarie, costituisce un ostacolo all'acquisto non consensuale di posizioni di controllo societario, e, di conseguenza, all'operatività di quei meccanismi di concorrenzialità e competitività nella conquista dello stesso nei quali deve ravvisarsi la vera essenza del modello di "*public company*".

---

<sup>110</sup> Circa i moduli di dismissione relativi alle partecipazioni dirette, ai sensi dell'art. 66 della legge 488 del 23. 12. 1999 (legge finanziaria per il 2000) era previsto che fossero individuate entro il 30.09.2000, con Decreto del Presidente del Consiglio le partecipazioni direttamente detenute dallo Stato, il cui valore fosse inferiore a lire 100 miliardi, per le quali fosse consentita la dismissione, oltre che con le modalità di cui alla l. 474/94, anche tramite altre modalità definite nel medesimo provvedimento del Presidente del Consiglio.

<sup>111</sup> Questo sistema di dismissioni può avvenire attraverso una triplice metodologia: un approccio sequenziale che prevede l'avvio delle trattative con una sola controparte; i negoziati bilaterali tra Governo e controparti interessate; ed infine l'asta competitiva, che permette di massimizzare gli offerenti e di garantire la maggiore trasparenza.

<sup>112</sup> Garofoli, Le privatizzazioni degli enti dell'economia, 1998, MI.

#### Comma 5

Il quinto comma dell'art. 1 prevede che il processo di privatizzazione si avvalga dell'opera di intermediari cd. *advisors*.<sup>113</sup> Il Ministro del Tesoro può affidare a società o professionisti di comprovata capacità, nazionali o esteri, l'espletamento di incarichi di studio, di consulenza, di valutazione, di amministrazione dei titoli dello Stato, nonché di direzione delle operazioni di collocamento, con facoltà di compiere per conto dello Stato operazioni complementari o strumentali. I poteri di questi intermediari trovano il loro limite nell'incompatibilità connessa al conflitto di interessi, per evitare il quale non è consentita l'assunzione degli incarichi da parte di società di revisione che abbiano nei due anni precedenti svolto incarichi di consulenza.

#### Comma 6

Nel primo capoverso stabilisce che sono gli stessi enti pubblici che individuano i criteri e le procedure per la dismissione delle partecipazioni da essi detenute e che tali atti devono essere trasmessi entro 60 giorni dall'adozione al Ministero del bilancio e della programmazione economica. Disposizione poi abrogata dall'art. 17, comma 60 della legge 127/97.

Il secondo capoverso, introdotto con la legge di conversione, espressamente sancisce che " *i proventi delle dismissioni delle partecipazioni degli enti pubblici in società per azioni sono destinati, in via prioritaria, alla riduzione dell'indebitamento finanziario degli enti stessi*".

In concreto nella maggior parte dei casi le procedure di dismissione si sono basate sia sull'offerta pubblica di vendita che sul ricorso alla trattativa diretta con particolari soggetti, ma ciascuna procedura ha avuto caratteristiche proprie. Per esempio, per ENI ed ENEL è stata utilizzata la vendita di *tranches* di azioni a numerosi investitori professionali italiani ed esteri, mentre per BNL, TELECOM, IMI il ricorso alla trattativa privata è stato finalizzato sia al collocamento privato di *tranches* di quote azionarie presso numerosi investitori istituzionali italiani ed esteri, sia alla cessione di quote di minoranza presso pochi azionisti stabili.

Uguualmente, per quanto attiene all'applicazione dei poteri speciali previsti dall'art. 2 della legge 474/94 nella pratica gli statuti degli enti si sono regolati ciascuno per il proprio caso, così che, mentre alcuni statuti prevedono poteri speciali o limiti al possesso azionario, altri statuti non prevedono nulla al riguardo. E' opportuno poi notare che il processo di privatizzazione sostanziale in realtà non è ancora terminato. In alcuni casi, infatti, lo Stato ha perso del tutto il controllo o è divenuto azionista di minoranza, pur conservando una posizione di controllo grazie alla partecipazione detenuta da altro soggetto societario a sua volta controllato dal Tesoro (es. ENEL<sup>114</sup>), in altri casi, invece, ha mantenuto posizioni di maggioranza assoluta o relativa.

Si pone quindi il problema di base se trattasi di enti a struttura privatistica oppure di complessi organizzati rientranti nell'orbita pubblicistica; questione estremamente rilevante dal punto di vista dei controlli della Corte dei conti e di quello del riparto di giurisdizione.

#### *Art. 1 bis regolazione delle tariffe e controllo della qualità dei servizi*

L'articolo in esame prevede che le dismissioni delle partecipazioni azionarie dello Stato e degli enti pubblici sono subordinate alla creazione di organismi indipendenti per la regolazione delle tariffe e il controllo per la regolazione della qualità dei servizi di rilevante interesse pubblico. Il Consiglio di Stato ha però offerto un'interpretazione restrittiva della norma, ritenendo che la previa costituzione di un'autorità indipendente sia necessaria solo nel caso in cui, oltre alla

<sup>113</sup> L'*Advisor* è il consulente del venditore in materia finanziaria o legale per tutto il processo di vendita.

<sup>114</sup> Alla partecipazione del 21,14% detenuta dal MEF si aggiunge il 10,2% della Cassa Depositi e Prestiti.

cessione del controllo, siano stati riservati al Ministro del Tesoro uno o più poteri speciali. Probabilmente, l'intento perseguito con questo orientamento è stato di evitare un'indiscriminata proliferazione di "authorities", nonché di assicurare maggior rapidità ai processi di alienazione delle società da privatizzare.

*Art. 2 riserva di poteri speciali in favore del Ministero del Tesoro relativamente a società operanti in taluni settori di interesse generale*

L'art. 2 affronta il problema della scelta che deve fare lo Stato circa l'individuazione delle società da privatizzare e della quota che lo Stato intende trasferire ai privati. Si tratta sostanzialmente di bilanciare, da un lato, l'interesse alla massimizzazione dei ricavi provenienti dalla privatizzazione e, dall'altra, il rischio per la collettività di cedere a soggetti privati settori d'interesse generale che operano od operavano in regime di monopolio pubblico.

L'articolo in esame al comma 1 prevede: "Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, d'intesa....., quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo deve essere introdotta..... una clausola che attribuisca al Ministero del Tesoro la titolarità di uno o più ...poteri speciali ...tenuto conto degli obiettivi nazionali di politica economica e industriale."

Le successive lettere a), b), c) e d) individuano e descrivono analiticamente i predetti poteri speciali.

La lettera a) prevede il potere di gradimento da rilasciarsi espressamente all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali opera il limite al possesso azionario di cui all'art. 3, di partecipazioni rilevanti. Per partecipazioni rilevanti si intendono quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro del Tesoro con proprio decreto. Seguono poi precisazioni procedurali. In caso di rifiuto del gradimento o di inutile decorso del termine, il concessionario dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza, il tribunale, su richiesta del Ministro del tesoro, ordina la vendita delle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante secondo le procedure di cui all'art. 2359 bis codice civile.

La lettera b) prevede il gradimento da rilasciarsi espressamente, quale condizione di validità, nel termine di 60 giorni e su informativa della CONSOB (in base all'art. 10, comma 4, della legge 149/92) alla conclusione di patti o accordi conclusi in vista dell'acquisto e della vendita mediante offerta al pubblico di azioni o di obbligazioni ai sensi dell'art. 18 D.L. 95/74, convertito in legge con modificazioni nella legge n. 216/74. Tale obbligo sussiste nei casi in cui ad esse partecipi almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministero del Tesoro con proprio decreto.

In caso di rifiuto di gradimento o di inutile decorso del termine, gli accordi sono inefficaci.

Un ulteriore potere consiste nel veto ex lettera c) all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimano o modifichino i poteri del Ministero del Tesoro.

Inoltre la lettera d) prevede la nomina di almeno un amministratore o di un numero di amministratori non superiore ad un quarto dei membri del consiglio e di un sindaco.

Il comma 3, aggiunto con la legge di conversione, specifica che le disposizioni dell'articolo in esame si applicano anche alle società controllate, direttamente o indirettamente da enti pubblici, anche territoriali ed economici, operanti nel settore dei trasporti e degli altri servizi pubblici e individuate con provvedimento dell'ente pubblico partecipante, al quale verranno riservati altresì i poteri previsti dal comma 1.

Queste prerogative, attribuite al Ministero del tesoro, che le esercita d'intesa con il Ministero del Bilancio e della Programmazione economica e con il Ministro dell'Industria, devono essere introdotte direttamente negli statuti su deliberazione dell'assemblea straordinaria e si manifestano nel caso di atti che comportano la perdita del controllo.

Ai sensi del comma 1bis il contenuto della clausola che attribuisce i poteri speciali viene individuato con decreto dal Ministero del tesoro, di concerto con gli altri due Ministeri di cui sopra (oggi con il solo Ministero dello sviluppo economico).

I poteri introdotti con l'art. 2 sono i meccanismi difensivi dell'azionista pubblico già conosciuti in Gran Bretagna nelle privatizzazioni parziali e detti *golden shares*, finalizzati a conservare al socio pubblico il controllo su alcune decisioni e sugli organi sociali.

#### Modifiche normative relative ai poteri speciali previsti dall'art. 2 della legge 474/94

Le prerogative previste dall'art. 2 della legge in esame hanno suscitato molte perplessità e discussioni teoriche poiché i poteri speciali sopra illustrati, pur giustificabili in quanto le società destinatarie operano in settori rilevanti per il Paese e di grande interesse pubblico, sono stati visti come una eccessiva invadenza dello Stato nelle società privatizzate e nella vita economica del paese. Altra censura veniva mossa in quanto le predette prerogative non sarebbero state compatibili con i principi regolatori del modello della società per azioni come previsto dal codice civile.

In ogni caso determinanti sono state le censure mosse dalla Corte di Giustizia della Comunità Europea. Questa, infatti, ha evidenziato il contrasto dei poteri suddetti con l'ordinamento comunitario. Più precisamente, il Giudice in parola ha statuito che " I poteri speciali che lo Stato italiano può riservarsi per statuto, prima di perderne il controllo, in determinate società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e di altri pubblici servizi, violano il diritto di libertà di movimento dei capitali all'interno della Comunità europea, dato che la legge che li ha istituiti non prevede misure che ne impongano: a) un'applicazione non discriminatoria; b) la giustificazione per motivi imperativi di interesse generale; c) l'idoneità a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito; e d) la limitazione a quanto necessario per il raggiungimento di quest'ultimo"<sup>115</sup>.

Peraltro, proprio la preoccupazione di violare gli impegni comunitari, ha spinto i nostri organi politici ad emanare ulteriori disposizioni normative, volte a chiarire ed a specificare ulteriormente le modalità di esercizio di siffatti poteri, di

---

<sup>115</sup> Corte di Giustizia, 23 maggio 2000.

volta in volta inseriti nelle clausole statuarie di molte società interessate dal processo di privatizzazione.

Si fa riferimento, in particolare, a tre interventi.

**Il DPCM 4 maggio 1999**, (c.d. direttiva D'Alema) nel quale sono stati indicati gli obiettivi che possono giustificare un inserimento di detti poteri negli statuti, e cioè la salvaguardia di interessi vitali dello Stato, con particolare riguardo all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica e alla difesa (art. 1). Inoltre, questa direttiva ha stabilito a priori dei criteri per esercitare i poteri di gradimento e di veto (art. 2) affermando i principi di non discriminazione, di finalizzazione agli imprescindibili motivi di interesse generale, di idoneità e di proporzionalità rispetto alla salvaguardia di tutti quegli interessi di cui all'art. 1. L'atto in esame ha poi sostanzialmente previsto che l'esercizio dei poteri speciali sia strumentale ad evitare acquisizioni azionarie non trasparenti che possano compromettere i processi di liberalizzazione e di apertura dei mercati, comportare oggettivi rischi d'infiltrazione di organizzazioni criminali o comunque di illeciti, che possano compromettere la conservazione dei poteri speciali, comportamenti costituenti pericoli di grave pregiudizio in danno d'interessi generali, anche con riferimento alla sicurezza di rifornimenti e tecnologie per la collettività e alla continuità dei servizi pubblici essenziali alla collettività stessa.

Ciò nonostante, la Commissione non ha interrotto il procedimento di infrazione e una richiesta di condanna dell'Italia è stata avanzata alla Corte di giustizia nel febbraio 2000. Secondo la Commissione i poteri attribuiti al Tesoro sarebbero eccessivi e privi di giustificazione alla luce della normativa comunitaria. Per rendere legittima la limitazione al diritto di proprietà degli altri azionisti ed al principio della libera circolazione di capitali, i poteri speciali dovrebbero essere giustificati da motivi di interesse generale e l'esercizio degli stessi dovrebbe avvenire in base a criteri obiettivi, stabili e resi pubblici, in modo da limitare al minimo il potere discrezionale delle autorità nazionali. Le misure restrittive, inoltre, dovrebbero essere proporzionate agli obiettivi che si intendono raggiungere e che devono essere ampiamente documentati.

In seguito, **l'art. 66 della L. 23 dicembre 1999, n. 488**, ha ribadito e in parte integrato, i contenuti della Direttiva D'Alema. In particolare, il potere di gradimento all'assunzione di partecipazioni rilevanti e quello di gradimento ai patti parasociali, che sono stati trasformati in un potere di opposizione; il potere di nomina, ridotto alla nomina di un solo amministratore senza poteri di voto; infine è stato previsto il potere d'impugnazione avverso il provvedimento ministeriale oppositivo innanzi al T.A.R. Lazio nel caso di esercizio dei primi tre poteri. Il comma 3 dell'art. 66 ha, infine, espressamente previsto che "detti poteri sono posti nel rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario".

Va, poi, ricordato il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri **11 febbraio 2000**, il quale, nel definire i criteri di esercizio dei poteri speciali, si è sostanzialmente ispirato ai contenuti dei due precedenti provvedimenti, circoscrivendo e delimitando ulteriormente la portata dell'istituto dei poteri speciali.

I predetti poteri hanno, infine, formato oggetto di una più recente modifica legislativa. Infatti, **l'art. 4 ai commi 227-231 della legge 24 dicembre 2003, n. 350** (finanziaria per il 2004) ha introdotto alcune modifiche al delineato assetto delle prerogative ministeriali che hanno indotto, in data **10 giugno 2004**, il presidente del Consiglio ad emanare un nuovo D.P.C.M. relativo ai presupposti e ai criteri di utilizzo dei nuovi poteri speciali.

Si legge infatti al comma 227:

«1. Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più dei seguenti poteri speciali da esercitare di intesa con il Ministro delle attività produttive:

a) opposizione all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali opera il limite al possesso azionario di cui all'articolo 3, di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto. L'opposizione deve essere espressa entro dieci giorni dalla data della comunicazione che deve essere effettuata dagli amministratori al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci, qualora il Ministro ritenga che l'operazione rechi pregiudizio agli interessi vitali dello Stato. Nelle more di decorrenza del termine per l'esercizio del potere di opposizione, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante, sono sospesi. In caso di esercizio del potere di opposizione, attraverso provvedimento debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato dall'operazione agli interessi vitali dello Stato, il cessionario non può esercitare i diritti di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, connessi alle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante e dovrà cedere le stesse azioni entro un anno. In caso di mancata ottemperanza il tribunale, su richiesta del Ministro dell'economia e delle finanze, ordina la vendita delle azioni che rappresentano la partecipazione rilevante secondo le procedure di cui all'articolo 2359-ter del codice civile. Il provvedimento di esercizio del potere di opposizione è impugnabile entro sessanta giorni dal cessionario innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio;

b) opposizione alla conclusione di patti o accordi di cui all'articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, nel caso in cui vi sia rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto. Ai fini dell'esercizio del potere di opposizione la CONSOB informa il Ministro dell'economia e delle finanze dei patti e degli accordi rilevanti ai sensi del presente articolo di cui abbia avuto comunicazione in base al citato articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998. Il potere di opposizione deve essere esercitato entro dieci giorni dalla data della comunicazione effettuata dalla CONSOB. Nelle more di decorrenza del termine per l'esercizio del potere di opposizione, il diritto di voto e comunque quelli aventi contenuto diverso da quello patrimoniale dei soci aderenti al patto sono sospesi. In caso di emanazione del provvedimento di opposizione, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato dai suddetti accordi o patti agli interessi vitali dello Stato, gli accordi sono inefficaci. Qualora dal comportamento in assemblea dei soci sindacali si desuma il mantenimento degli impegni assunti con l'adesione ai patti di cui al citato articolo 122 del testo unico di cui al decreto legislativo n. 58 del 1998, le delibere assunte con il voto determinante dei soci stessi sono impugnabili. Il provvedimento di esercizio del potere di opposizione è impugnabile entro sessanta giorni dai soci aderenti ai patti o agli accordi innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio; c) veto,

debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifiche dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo. Il provvedimento di esercizio del potere di veto è impugnabile entro sessanta giorni dai soci dissenzienti innanzi al tribunale amministrativo regionale del Lazio; d) nomina di un amministratore senza diritto di voto».

Ai sensi dell'art. 1: "I poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n.332 del 1994, sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione".

I poteri speciali di cui alle lettere a) b) e c) dell'art. 2 comma 1, del decreto legge n. 332 del 1994, ferme restando le finalità indicate allo stesso comma 1, sono esercitati in relazione al verificarsi delle seguenti circostanze:

- a) grave ed effettivo pericolo di una carenza di approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, nonché di erogazione dei servizi connessi e conseguenti e, in generale, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di un livello minimo di servizi di telecomunicazione e di trasporto;
- b) grave ed effettivo pericolo in merito alla continuità di svolgimento degli obblighi verso la collettività nell'ambito dell'esercizio di un servizio pubblico, nonché al perseguimento della missione affidata alla società nel campo delle finalità di interesse pubblico;
- c) grave ed effettivo pericolo per la sicurezza degli impianti e delle reti nei servizi pubblici essenziali;
- d) grave ed effettivo pericolo per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica;
- e) emergenze sanitarie."

Al fine di garantire la proporzionalità delle misure adottate, i poteri speciali di cui alle lettere a) b) e c) dell'art. 2, comma 1, del decreto legge n. 332 del 1994, potranno essere esercitati anche in forma condizionata. Il potere speciale di cui alla lettera c) potrà essere esercitato sia in relazione alle delibere assunte dall'assemblea degli azionisti che in relazione alle delibere degli organi di amministrazione.

La ratio di fondo del nuovo regolamento appare comunque sempre ispirarsi all'esigenza di ancorare le prerogative pubblicistiche ai tipici presupposti dell'ordine pubblico, della sicurezza, della sanità e della difesa; non manca poi il riferimento al rispetto dei criteri comunitari di proporzionalità e di non discriminazione.

### *Art. 3 altre clausole statutarie*

L'art. 3 contiene alcune disposizioni che consentono alle società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, degli altri servizi pubblici nonché delle banche e delle assicurazioni, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali ed economici, di introdurre dei limiti massimi, non superiori comunque al tetto normativamente fissato del 5%, al possesso azionario in relazione al singolo socio e

ai suoi familiari; ed a tutta una serie di soggetti, fisici o societari, specificati nel secondo capoverso del comma 1. Un'eccezione a tale rigoroso regime si ha qualora la clausola che prevede un limite di possesso decade allorché il limite sia stato superato per effetto di un'offerta pubblica di acquisto promossa ai sensi degli artt. 106 e 107 del T.U. delle disposizioni in materia di mercati finanziari (legge n. 52/1996).

Al comma 2 è stabilito che il superamento del predetto limite del 5% comporta il divieto di esercitare il diritto di voto e comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale per le partecipazioni eccedenti.

Al comma 3 ha infine previsto l'immodificabilità delle clausole statutarie di limitazione al possesso azionario per un periodo di 3 anni dall'iscrizione delle relative delibere assembleari e che "la clausola che prevede un limite di possesso decade allorché il limite sia superato per effetto di una offerta pubblica effettuata a norma della legge 18 febbraio 1992, n. 149, che dia luogo all'acquisto della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria".

E' interessante notare come il predetto limite massimo di possesso azionario è stato definito come una "misura antisalata", ovvero "una classica *poison pill*, posta a favore degli amministratori per evitare il rischio di scalate ostili"<sup>116</sup>.

#### *Art. 4 voto di lista*

L'art. 4 è finalizzato a tutelare le minoranze attraverso la nomina di un loro rappresentante nel consiglio d'amministrazione. Questa norma, infatti, prevede che qualora una società operante nei settori dei pubblici servizi abbia inserito una clausola, relativa alla limitazione del possesso azionario, essa "è immodificabile fintanto che permanga la previsione del limite stesso, per l'elezione degli amministratori mediante volto di lista".

#### *Art. 5 Assemblee di società*

"Le previsioni di cui agli artt. 2 e 3 sono adottate con delibera dell'assemblea straordinaria assunta, anche in deroga a diverse disposizioni statutarie, con le maggioranze previste dagli artt. 2368 e segg. del c.c."

#### *Art. 13 copertura finanziaria e relazione semestrale*

Al comma 1 la legge prevede che "agli oneri conseguenti alle operazioni di cessione dei cespiti da dismettere si provvede a carico dei relativi proventi. Al fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, sono versati i proventi derivanti dalle operazioni di cessione delle partecipazioni dello Stato al netto degli oneri inerenti alle medesime".

Al comma 6 è prevista la trasmissione da parte del Ministero del Tesoro al Parlamento di una relazione semestrale sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, effettuate nel semestre precedente, nella quale sono indicati per ogni singola cessione:

- a) i proventi lordi;
- b) le forme e le modalità ammesse per il pagamento del corrispettivo dell'alienazione;

---

<sup>116</sup> G.Rossi, *Privatizzazioni e diritto societario*.

- c) i compensi e gli incarichi di consulenza e di valutazione di cui all'art. 1, comma 5 della legge in argomento;
- d) le quote dei proventi lordi destinate alla copertura degli oneri e dei compensi connessi alle operazioni di collocamento e cessione.

Legge n. 59/1997

Il combinato disposto di cui agli artt. 11, comma 1 lett. b) e 14, lett. b) ha attribuito al Governo la delega all'emanazione di uno o più decreti legislativi al fine di "riordinare gli enti pubblici nazionali operanti in settori diversi dall'assistenza e dalla previdenza", con loro possibile trasformazione in S.p.A. o in enti pubblici economici.

Decreto legislativo 11 maggio 1999, n. 141

Ha trasformato in S.p.A. l'Ente autonomo Acquedotto Pugliese.

Decreto legislativo 9 luglio 1998, n. 283

Ha trasformato l'Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato (AAMS) in ente pubblico economico, con previsione ulteriore di successiva trasformazione in S.p.A., previa delibera degli organi dell'ente nel termine di due anni dall'insediamento dei nuovi amministratori<sup>117</sup>.

Decreto legislativo 21 APRILE 1999, N. 116

Ha trasformato in S.p.A. l'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato.

Legge 350/2003 art. 4 commi 2, 2bis e 2ter.

Al comma 2 la legge prevede che l'alienazione delle partecipazioni venga effettuata con modalità trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico e gli investitori istituzionali. Dette modalità di alienazione sono preventivamente individuate, per ciascuna società, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro per l'economia e le finanze, di concerto con il Ministro delle attività produttive.

Al comma 2 bis si legge: "Al fine di realizzare la massimizzazione del gettito per l'Erario, il contenimento dei costi e la rapidità di esecuzione della cessione, in deroga alle disposizioni di cui al comma 2, il Ministro dell'economia e delle finanze individua, con proprio decreto, le modalità di alienazione delle partecipazioni direttamente detenute dallo Stato non di controllo e di valore inferiore ad euro 50 milioni, secondo tecniche in uso nei mercati finanziari e fermo restando il rispetto dei principi di trasparenza e non discriminazione."

Il comma. 2 ter statuisce che: alle alienazioni di cui al comma 2 si applica l'art. 1, comma 2, della legge 481/1995 (Obbligo per il Governo, in caso di privatizzazione dei servizi di pubblica utilità, di definizione dei criteri e delle modalità di dismissione di ciascuna impresa, con successiva trasmissione di detti criteri e modalità al Parlamento, ai fini dell'espressione del parere delle competenti commissioni parlamentari), e successive modificazioni, per la dismissione delle partecipazioni di controllo ivi indicate, salvo il caso di alienazioni di titoli azionari già quotati in mercati regolamentati nazionali o comunitari, qualora il collocamento sia rivolto, direttamente o indirettamente, ad un pubblico indistinto di risparmiatori o di investitori istituzionali.

---

<sup>117</sup> Da ultimo, il d.l. 1° ottobre 2007, n. 159, convertito con modificazioni nella L. 29 novembre 2007, n. 222 (provvedimento collegato alla legge finanziaria per il 2008) ha disposto la trasformazione dell'AAMS in Agenzia fiscale.

*Legge 14 novembre 1995, n. 481 di costituzione delle autorità indipendenti delle telecomunicazioni e dell'energia elettrica e del gas.*

Gli obiettivi della legge in esame sono:

-la promozione della concorrenza e dell'efficienza nei servizi di pubblica utilità:

-il raggiungimento di adeguati livelli di qualità dei servizi e di redditività;

-la definizione di un sistema tariffario certo, trasparente e basato su criteri predefiniti;

-la promozione e la tutela dei consumatori.

Lo Stato cessando di essere produttore ed erogatore di servizi, ha voluto mantenere la titolarità delle linee di indirizzo nel campo dei servizi di pubblica utilità e contemporaneamente delegare la gestione amministrativa dei rapporti sia con le imprese che con i pubblici poteri ad un soggetto professionale autonomo ed indipendente.

*Direttiva CEE n.96/92 emanata il 19 dicembre 1996 "norme comuni per il mercato interno dell'elettricità" cui e' stata data attuazione con il D. l.vo 16 marzo 1999, n. 79.*

Gli obiettivi del provvedimento comunitario sono:

- -assicurare la libera circolazione dell'energia elettrica, rafforzando la sicurezza nell'approvvigionamento e la competitività industriale;
- -definire norme comuni relative alla produzione, al trasporto e alla distribuzione, le modalità per l'organizzazione ed il funzionamento del settore dell'energia elettrica, l'accesso ai mercati, i criteri e le procedure applicabili alle autorizzazioni e all'esercizio delle reti;
- -la produzione, la costruzione di nuovi impianti è soggetta ad una procedura di autorizzazione soggetta a sua volta al rispetto di molti criteri riguardanti, tra gli altri, la sicurezza, l'ambiente, il territorio, l'efficienza energetica, la capacità tecnica, economica e finanziaria delle imprese, etc.;
- -in tema di gestione della rete di trasmissione, la gestione, la manutenzione e lo sviluppo della stessa e dei relativi dispositivi di interconnessione sono assicurati da un gestore designato dagli Stati membri;
- gli Stati membri sono tenuti ad adottare tutte le misure necessarie per garantire l'apertura dei loro mercati dell'energia elettrica.

## Appendice II: Le procedure di dismissione

La legge n. 474/94, ha previsto quattro modalità di alienazione delle partecipazioni da decidersi di volta in volta previa scelta effettuata con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri.

La Direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 15 ottobre 1993, ha previsto la costituzione, con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, del Comitato Privatizzazioni, presieduto dal Direttore Generale del Tesoro e composto da esperti di riconosciuta indipendenza e di notoria esperienza nei mercati nazionale ed internazionale.

Il Comitato ha il compito di fornire assistenza tecnica in modo da favorire il buon esito, la trasparenza, la coerenza ed il coordinamento temporale delle operazioni e di esprimere pareri nel conferimento degli incarichi ai consulenti.

Il Ministero dell'economia e delle finanze, in risposta a una specifica richiesta della Corte dei conti, ha dichiarato che "...il predetto Comitato ha espresso propri pareri in occasione di tutte le procedure di alienazioni delle partecipazioni detenute dallo Stato con riferimento specifico all'organizzazione e allo svolgimento delle diverse procedure di vendita, alla determinazione del prezzo di cessione, ai testi contrattuali di cessione, ai criteri di selezione dei potenziali acquirenti, in ciò assicurando un costante presidio di supporto al Ministero in termini di trasparenza e di garanzia nello svolgimento delle procedure di privatizzazione. Attualmente il Comitato è composto, oltre che dal Prof. Vittorio Grilli, Direttore Generale del Tesoro, dal Prof. Piergaetano Marchetti e dal Prof. Angelo Provasoli".

La prima modalità prevista nel comma 2 dell'art. 1 è l'offerta pubblica di vendita prevista dalla legge 149 del 18 febbraio 1992, oggi sostituita dal d. lgs. N. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria). Questa prima modalità era indicata dal legislatore come quella preferita ed infatti nella norma si legge: quella "di norma effettuata" In questo modo il Governo faceva proprio l'orientamento alle cd. *public companies*, ispirandosi al sistema inglese più diffuso di privatizzazione.

La seconda modalità "mediante cessione delle azioni sulla base di trattative dirette con i potenziali acquirenti"; la terza modalità mediante il ricorso ad ambedue le procedure vendita e trattativa diretta (art. 4, comma 218, lett. a) della legge 350 del 24.12.2003 commi 2, 2bis e 2ter).

Un quarto tipo di dismissione è previsto dal comma 3 dell'art. 1 e cioè mediante trattativa diretta a società che costituiscano "un nucleo stabile di azionisti di riferimento" che presentino requisiti di idonea capacità imprenditoriale, ad avanzare, agendo in concerto, offerte comprensive dell'impegno di garantire determinate condizioni finanziarie, economiche e gestionali.

Questo sistema di dismissioni può avvenire attraverso una triplice metodologia: un approccio sequenziale che prevede l'avvio delle trattative con una sola controparte; i negoziati bilaterali tra Governo e controparti interessate; ed infine l'asta competitiva, che permette di massimizzare gli offerenti e di garantire la maggiore trasparenza. Questa era la previsione normativa originaria.

Successivamente, però, con i D.P.C.M. 19 aprile 1995, 10 maggio 1995, 8 agosto 1997 e 23 maggio 1998, relativi alle dismissioni dei pacchetti azionari di ENI, IMI, ENEL, TELECOM e BNL, è stato previsto invece che "le alienazioni avvengano sia mediante l'offerta pubblica di vendita, sia mediante la trattativa diretta, al fine di costituire un azionariato stabile".

In seguito, il 29 settembre 2000 è stato emanato un D.P.C.M. con il quale sono state individuate le società dove le partecipazioni non di controllo dello Stato erano inferiori ai 100 milioni di euro. Il Decreto prevedeva che siffatte società (come ad esempio tutte le banche dimesse definitivamente nella seconda metà del 2001) potevano essere dimesse ricorrendo a tecniche differenti rispetto a quelle previste dalla legge n. 474/94.

Al predetto Decreto è seguito il Decreto del Ministro del Tesoro del 9 marzo 2001 che ha previsto la possibilità di un generalizzato ricorso alla trattativa diretta con i potenziali acquirenti delle partecipazioni di cui sopra allo scopo di "massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi ed assicurare la rapidità di esecuzione della cessione". E' da dire che il sistema di dismissione mediante vendita diretta è una procedura di privatizzazione generalmente molto efficace nel caso di privatizzazione di settori economici che necessitano di risanamento e che quindi può essere utile affidarli a soggetti scelti. Il ricorso alla trattativa privata ha consentito di espletare le operazioni e di "fare cassa" rapidamente (non a caso alcune operazioni sono state svolte negli ultimi mesi dell'anno).

Nel 2005 vi è stata un'ulteriore inversione di tendenza da parte del legislatore forse suggerita dalla tornata di audizioni al Parlamento che vennero presentate nella primavera del 2004 che sotto vari punti di vista erano state comunque abbastanza critiche. Una nuova modifica normativa relativa alla vendita delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici è stata, infatti, operata con la Finanziaria del 2004 e precisamente la legge n. 350/2003 art. 4 commi 2, 2bis e 2ter.

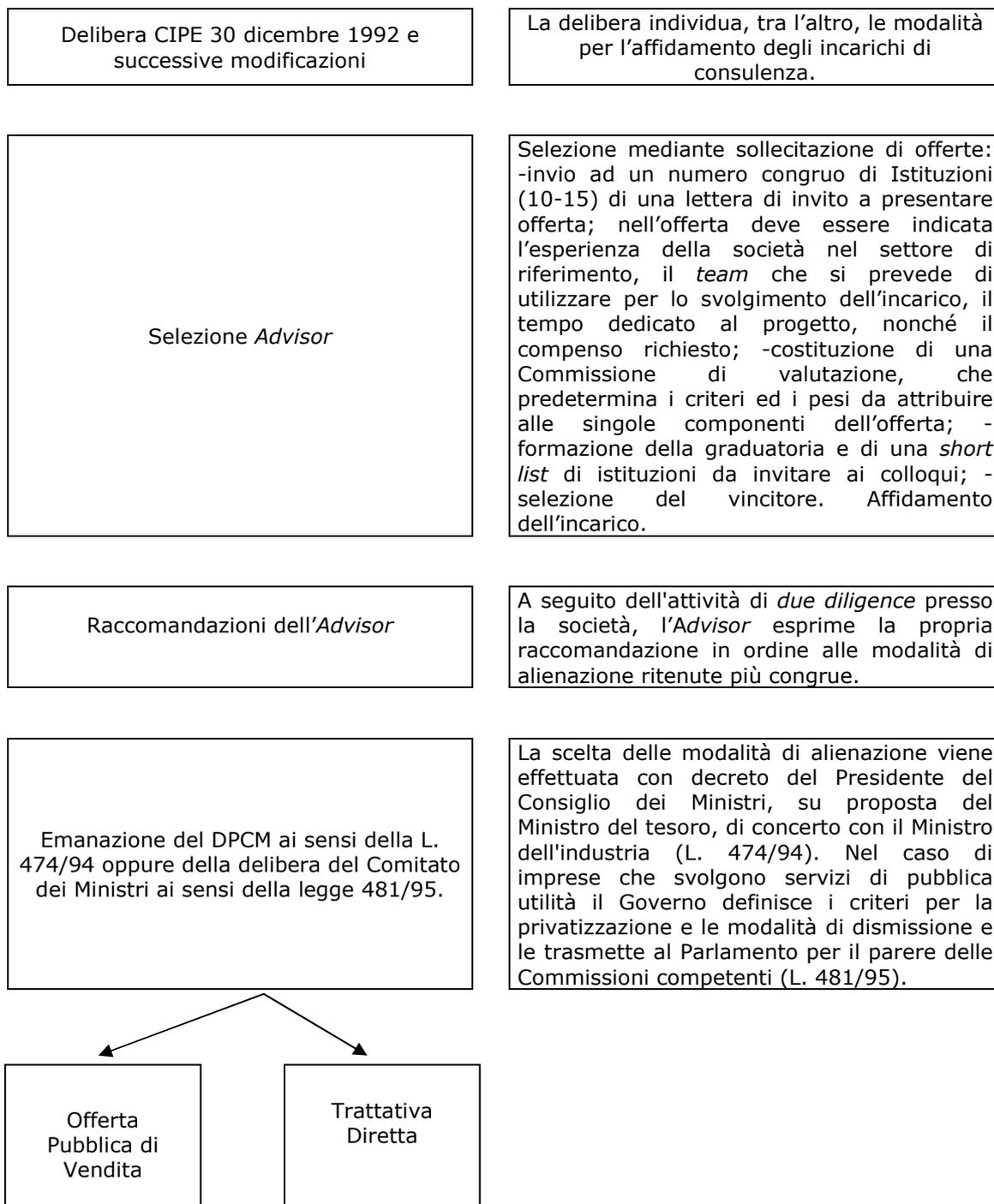
Al comma 2 la legge prevede che l'alienazione delle partecipazioni venga effettuata con modalità trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico e gli investitori istituzionali. Dette modalità di alienazione sono preventivamente individuate, per ciascuna società, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro delle attività produttive.

Al comma 2 bis si legge: "Al fine di realizzare la massimizzazione del gettito per l'Erario, il contenimento dei costi e la rapidità di esecuzione della cessione, in deroga alle disposizioni di cui al comma 2, il Ministro dell'economia e delle finanze individua, con proprio decreto, le modalità di alienazione delle partecipazioni direttamente detenute dallo Stato non di controllo e di valore inferiore ad euro 50 milioni, secondo tecniche in uso nei mercati finanziari e fermo restando il rispetto dei principi di trasparenza e non discriminazione".

Il comma. 2 ter statuisce che: alle alienazioni di cui al comma 2 si applica l'art. 1, comma 2, della legge 481/1995 (Obbligo per il Governo, in caso di privatizzazione dei servizi di pubblica utilità, di definizione dei criteri e delle modalità di dismissione di ciascuna impresa, con successiva trasmissione di detti criteri e modalità al Parlamento ai fini dell'espressione del parere delle competenti commissioni parlamentari), e successive modificazioni, per la dismissione delle partecipazioni di controllo ivi indicate, salvo il caso di alienazioni di titoli azionari già quotati in mercati regolamentati nazionali o comunitari qualora il collocamento sia rivolto, direttamente o indirettamente, ad un pubblico indistinto di risparmiatori o di investitori istituzionali.

Nel seguito con i tre prospetti E - G vengono specificate le procedure previste per le dismissioni, con i dettagli per l'offerta pubblica di vendita e la trattativa diretta.

## Prospetto E - Individuazione delle procedure di dismissione



## Prospetto F - Offerta pubblica di vendita

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

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

## Prospetto G – Trattativa diretta

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

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

Il Dipartimento del Tesoro ha trasmesso per le operazioni effettuate dal Ministero, dalla Fintecna e dall'ENI una serie di prospetti (H - L) relativi alle procedure seguite per l'espletamento delle singole operazioni di privatizzazione. Vengono forniti i dettagli per ciascuna operazione, in funzione della tipologia di transazione:

- per l'offerta globale, procedura maggiormente seguita dal MEF, si indicano le OPV, e le offerte istituzionali agli investitori italiani ed esteri,
- per la trattativa diretta sono indicati gli impegni assunti dagli azionisti nei confronti del Tesoro,
- per la procedura competitiva si riassumono le diverse fasi seguite,
- la Fintecna ha sempre fatto ricorso alla trattativa diretta, accoppiata per una sola operazione alla procedura diretta.

**Prospetto H  
PRIVATIZZAZIONI MEF**

| <b>Data</b>    | <b>Società e Tranche</b> | <b>Tipo di transazione</b>     | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>  |
|----------------|--------------------------|--------------------------------|--|
| Febbraio 1994  | <b>IMI 1</b>             | <b>IPO<br/>OFFERTA GLOBALE</b> | <p>Quotazione in Borsa (<b>IPO - Initial Public Offer</b>).</p> <p><b>Offerta Globale</b>, composta da una <b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV), comprensiva di una quota di azioni riservate ai dipendenti, da un'<b>offerta istituzionale</b> rivolta ad investitori italiani ed esteri e da un'<b>offerta nel mercato USA</b> destinata sia ad investitori istituzionali che a piccoli risparmiatori.</p>  |
| Giugno 1994    | <b>INA 1</b>             | <b>IPO<br/>OFFERTA GLOBALE</b> | <p>Quotazione in Borsa (<b>IPO - Initial Public Offer</b>).</p> <p><b>Offerta Globale</b>, composta da una <b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV), comprensiva di una quota di azioni riservate ai dipendenti, da un'<b>offerta istituzionale</b> rivolta ad investitori italiani, da un'<b>offerta nel mercato USA</b> e da un'<b>offerta internazionale</b>).</p>   |
| Luglio 1995    | <b>IMI 2</b>             | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>      | <p>Il Tesoro e la Consap, che dopo la prima tranche possedevano, rispettivamente, il 22,55% ed il 4,76% del capitale, hanno venduto a <b>trattativa diretta</b> ad un gruppo di azionisti italiani ed esteri ("<b>azionisti stabili</b>") una partecipazione complessiva pari al 19,03% del capitale. Dopo la cessione il Tesoro è rimasto azionista con una quota pari all'8,07%. I contratti sottoscritti con gli azionisti stabili prevedevano l'assunzione da parte loro di vari impegni (lock up; divieto di stipulare patti parasociali e a non agire di concerto) di durata triennale per i maggiori azionisti (Cariplo, Monte dei Paschi e San Paolo) e di tre mesi per gli altri.</p>   |
| Settembre 1995 | <b>INA 2</b>             | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>      | <p>E' stata conclusa la vendita a <b>trattativa diretta</b> da parte del Tesoro il quale ha ceduto ad un nucleo di "<b>azionisti stabili</b>" il 18,73% del capitale. Gli azionisti stabili hanno assunto nei confronti del Tesoro alcuni impegni di durata triennale. A seguito di questa cessione il Tesoro è rimasto azionista con una quota del 34,38%.</p>  |
| Novembre 1995  | <b>ENI 1</b>             | <b>IPO<br/>OFFERTA GLOBALE</b> | <p>Quotazione in Borsa (<b>IPO - Initial Public Offer</b>).</p> <p><b>Offerta Globale</b>, composta da una <b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV), comprensiva di una quota di azioni riservate ai dipendenti del Gruppo ENI e da un'<b>offerta istituzionale</b> rivolta ad investitori italiani ed esteri. E' stato inoltre effettuato un collocamento sul mercato USA di c.d. ADRs ("<b>American Depositary Receipt</b>", strumento indiretto per la trattazione di azioni non domestiche sui mercati di borsa negli USA).</p> <p>Clausola di rimborso degli azionisti che detengono il titolo per almeno 12 mesi dalla data dell'offerta, di eventuali fluttuazioni negative di prezzo fino a un massimo del 10%.</p> <p><b>Bonus share riservata ai Dipendenti</b> ENI, 1 azione ogni 10 possedute a condizione che i dipendenti abbiano detenuto continuativamente il titolo per 12 mesi.</p> |

| <b>Data</b>   | <b>Società e Tranche</b>   | <b>Tipo di transazione</b> | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|---------------|----------------------------|----------------------------|---|
| Giugno 1996   | <b>INA 3</b>               | <b>PREST. OBB. CONV.</b>   | <p>Collocamento presso investitori istituzionali italiani ed esteri di titoli di un <b>Prestito Obbligazionario Convertibile in azioni</b> dell'INA (c.d. <b>PENs – Privatisation Exchangeable Notes</b>).</p> <p>Più in dettaglio la tecnica PENs prevede che il titolo obbligazionario, con scadenza 28 giugno 2001, incorpori il diritto di conversione in azioni, in base ad un rapporto di scambio predeterminato al momento dell'emissione.</p> <p>L'emissione di titoli obbligazionari del Tesoro, destinati ai mercati internazionali, è stata suddivisa in due tranche, denominate in lire italiane e in dollari USA.</p>  |
| Luglio 1996   | <b>IMI 3</b>               | <b>CESSIONE AI BLOCCHI</b> | <p>Cessione ai blocchi (c.d. <b>Marketed Block Trade</b>) rivolto ad investitori istituzionali italiani ed esteri. La tecnica consiste nel contattare gli investitori istituzionali interessati all'acquisto delle azioni, per poi procedere a seguito di una informale e veloce raccolta degli ordini (<i>book-building</i>), alla fissazione del prezzo di vendita, alla sottoscrizione del collocamento e alla allocazione delle azioni.</p> <p>L'operazione è stata individuata per la velocità e la semplicità del processo al fine di ridurre al minimo sia l'impatto sulla quotazione del titolo sia i costi per il venditore.</p>   |
| Novembre 1996 | <b>ENI 2</b>               | <b>OFFERTA GLOBALE</b>     | <p><b>Offerta globale</b>, composta da un'<b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV) e un <b>collocamento privato</b> destinato agli investitori istituzionali, riservato ad Italia, Regno Unito, Europa Continentale e Resto del Mondo, nonché un'<b>offerta pubblica</b> riservata agli <b>Stati Uniti</b>.</p> <p>Offerta pubblica in Italia è stata effettuata con la tecnica dell'<b>offerta a prezzo aperto</b>; prezzo di offerta dell'OPV determinato in 6.910 lire (€3,57) per il pubblico indistinto e 6.874 lire (€3,55) per i dipendenti della società. Il prezzo dell'offerta istituzionale è stato invece fissato a lire 7.161 (€3,70) per azione, pari al prezzo ufficiale di mercato dell'azione ENI registrato il 25 ottobre 1996.</p> <p><b>Risparmiatori e Dipendenti:</b> sconto del 3,5% e del 4% rispettivamente.</p> <p><b>Bonus share:</b> una azione gratuita ogni 10 acquistate e mantenute per un periodo ininterrotto di dodici mesi, applicabile ad un massimo di tre lotti, corrispondente a 300 azioni gratuite per ciascun sottoscrittore.</p> |
| Giugno 1997   | <b>San Paolo di Torino</b> | <b>OFFERTA GLOBALE</b>     | <p><b>Offerta globale</b> composta da un'<b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV) e un <b>collocamento privato</b> destinato agli <b>investitori istituzionali internazionali</b>.</p> <p>Offerta pubblica in Italia effettuata con la tecnica dell'<b>offerta a prezzo aperto</b>, prezzo dell'OPV determinato in 10.435 lire (€5,39) per il pubblico indistinto, in 10.175 lire (€5,25) per i dipendenti e in 10.630 lire (€5,49) per gli investitori istituzionali; prezzo ufficiale di mercato registrato il 23 maggio, 10.702 lire (€5,53).</p> <p><b>Risparmiatori e dipendenti:</b> sconto del 2,5% rispetto al prezzo ufficiale e del 5% rispettivamente.</p> <p><b>Bonus share</b>, un'azione gratuita ogni 10 assegnate e mantenute per un periodo ininterrotto di 12 mesi dal pagamento, massimo di 200 azioni gratuite per sottoscrittore.</p>   |

| <b>Data</b> | <b>Società e Tranche</b> | <b>Tipo di transazione</b>   | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|-------------|--------------------------|------------------------------|---|
| Giugno 1997 | <b>Banco di Napoli 1</b> | <b>PROCEDURA COMPETITIVA</b> | <p><b>Procedura competitiva</b> rivolta a banche, intermediari finanziari, società di assicurazione e ad investitori istituzionali italiani ed esteri. Successivamente all'invio della documentazione informativa sulla società e sulle condizioni della vendita ai soggetti interessati e ritenuti ammissibili alla procedura di cessione, sono pervenute al Ministero due offerte presentate dal Mediocredito Centrale e congiuntamente da INA SpA e BNL SpA. Il Ministero ha ritenuto ammissibile l'offerta congiunta INA SpA – BNL SpA, mentre ha ritenuto inammissibile quella presentata dal Mediocredito Centrale, in quanto mancante dell'accettazione dei termini e delle condizioni contrattuali proposte.</p>  |
| Luglio 1997 | <b>ENI 3</b>             | <b>OFFERTA GLOBALE</b>       | <p><b>Offerta globale</b> composta da un'<b>offerta pubblica di vendita in Italia</b> (OPV), un <b>collocamento privato</b> destinato a <b>investitori istituzionali internazionali</b> (una quota riservata al Canada), un'<b>offerta pubblica</b> riservata <b>agli USA</b>.</p> <p>Offerta pubblica in Italia effettuata con la tecnica dell'<b>offerta a prezzo aperto</b>, prezzo dell'OPV determinato in 9.288 lire (€4,80) per il pubblico indistinto, 9.192 lire (€4,75) per i dipendenti della società e 9.575 lire (€4,95) per gli investitori istituzionali, pari al prezzo ufficiale di mercato dell'azione ENI registrato il 27 giugno 1997.</p> <p><b>Risparmiatori e dipendenti</b> del Gruppo ENI: sconto, rispettivamente, del 3% e del 4% sul prezzo ufficiale del titolo registrato nel giorno di chiusura dell'OPV.</p> <p><b>Bonus share:</b> un'azione gratuita ogni 10 assegnate e mantenute per un periodo ininterrotto di 12 mesi dalla data di pagamento, fino ad un massimo di 300 azioni gratuite per ciascun sottoscrittore.</p> |

| Data             | Società e Tranche | Tipo di transazione                             | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione   |
|------------------|-------------------|---|--|
| Novembre<br>1997 | Telecom Italia 1  | <b>OFFERTA GLOBALE<br/>E TRATTATIVA DIRETTA</b> | <p>Le modalità di cessione stabilite dal DPCM 8 Agosto 1997 ha previsto che l'alienazione della partecipazione del - Tesoro fosse effettuata mediante:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Offerta pubblica di vendita (<b>Offerta Globale</b>) e</li> <li>2. <b>Trattativa diretta</b> al fine della costituzione di un <b>nucleo stabile</b> di azionisti.</li> </ol> <p>Per la <b>Trattativa diretta</b> il Ministero il Ministero ha condotto alcune <b>trattative bilaterali</b> al termine delle quali nel settembre 1997 sono stati sottoscritti i contratti con i componenti l'azionariato stabile (non legati tra loro da patti parasociali), che si sono impegnati a non cedere le azioni acquistate per un periodo di tre anni, per le seguenti quote calcolate sul capitale ordinario (per un totale 6,7%):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Assicurazioni Generali 0,6%</li> <li>Alleanza Assicurazioni 0,4%</li> <li>Banca Commerciale Italiana 0,5%</li> <li>Credito Italiano 0,7%</li> <li>Rolo Banca 0,3%</li> <li>Imi - Istituto Mobiliare Italiano 0,8%</li> <li>Banca Monte dei Paschi di Siena 0,5%</li> <li>INA - Istituto Nazionale delle Assicurazioni 0,5%</li> <li>Compagnia di San Paolo 0,6%</li> <li>IFIL - Finanziaria di partecipazioni 0,6%</li> <li>Fondazione Cariplo 0,5%</li> <li>Credit Suisse Group 0,7%</li> </ul> <p>In questa fase era stato riservato alle società AT&amp;T ed Unisource l'1,2% ciascuna del capitale ordinario; il perfezionamento dell'accordo era subordinato alla conclusione di un'alleanza strategica con TELECOM ITALIA, poi non realizzata.</p> <p>Per l'<b>Offerta globale</b> invece si è trattato di un procedura composta da un'<b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV), da un <b>collocamento privato</b> destinato agli <b>investitori professionali italiani</b> ed <b>istituzionali esteri</b> e un'<b>offerta pubblica negli USA e in Canada</b>.</p> <p>Offerta pubblica in Italia effettuata con la tecnica dell'<b>offerta a prezzo aperto</b>, con prezzo dell'OPV determinato in 10.908 lire (€5,63) per il pubblico indistinto, in 10.795 lire (€5,58) per i dipendenti del Gruppo e in 11.200 lire (€5,78) per gli investitori istituzionali.</p> <p><b>Risparmiatori e dipendenti</b> del Gruppo Telecom Italia: sconto rispettivamente del 3% e del 4% rispetto al prezzo ufficiale delle azioni registrato nel giorno di chiusura dell'OPV.</p> <p><b>Bonus share:</b> un'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.</p> |

| Data             | Società e Tranche | Tipo di transazione                     | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione  |
|------------------|-------------------|---|---|
| Novembre<br>1997 | SEAT              | PROCEDURA COMPETITIVA                   | <p><b>Procedura Competitiva.</b> Il Ministero ha proceduto all'alienazione della partecipazione in prosecuzione della procedura già avviata dall'IRI tramite la pubblicazione di un avviso di sollecitazione per la manifestazione di interesse all'acquisto. Successivamente all'invio alle tre cordate ammesse alla fase finale della gara di un Documento informativo, delle istruzioni per la presentazione delle offerte finali, incluso uno schema di contratto, sono pervenute al Ministero le seguenti offerte irrevocabili:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Offerta della "cordata di investitori finanziari" italiani e internazionali guidata da COMIT.</li> <li>● Offerta della ITT World Directories. Tale offerta, incompleta, è stata considerata dal Ministero invalida.</li> </ul> <p>Il Ministero ha ritenuto quindi di accogliere l'unica offerta validamente presentata</p>  |
| Luglio<br>1998   | ENI 4             | OFFERTA GLOBALE                         | <p><b>Offerta globale</b> composta da un'<b>offerta pubblica di vendita in Italia</b> (OPV), da un <b>collocamento privato</b> destinato agli <b>investitori istituzionali internazionali, con una quota riservata al Canada e da un'offerta pubblica riservata agli USA.</b></p> <p>Offerta pubblica in Italia effettuata con la tecnica dell'<b>offerta a prezzo aperto</b>, prezzo dell'OPV fissato in 11.430 lire (€5,90) per tutti gli investitori, individuali e istituzionali.</p> <p><b>Bonus share:</b> 10 azioni gratuite per ogni 100 azioni 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. Per i <b>dipendenti</b> dell'ENI e delle sue controllate <b>bonus share</b> di 11 azioni gratuite ogni 100 azioni acquistate in sede di OPV, fino ad un massimo di 330 azioni gratuite.</p>   |
| Dicembre 1998    | BNL 1             | OFFERTA GLOBALE<br>E TRATTATIVA DIRETTA | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine della costituzione di un <b>nucleo stabile di azionisti</b> (composto da Banco Bilbao Vizcaya, Banca Popolare Vicentina e INA per un totale del 25% del capitale sociale) e per la parte residua <b>Offerta Globale</b> di azioni ordinarie composta da: una <b>offerta pubblica di vendita in Italia</b> (OPV) comprensiva di una <b>quota</b> di azioni <b>riservate ai dipendenti e ai promotori finanziari</b> del <b>Gruppo BNL</b> e un collocamento privato destinato investitori istituzionali in Italia e all'estero, comprensivo di un'offerta in USA effettuata ai sensi della Rule 144A<sup>118</sup>.</p> <p><b>Bonus share</b> per i risparmiatori che conservano i titoli per minimo di 12 mesi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 10 azioni gratuite ogni 100 al <b>pubblico indistinto</b>, fino ad un massimo di 300 azioni gratuite per ciascun sottoscrittore;</li> <li>● 11 azioni gratuite ogni 100 azioni ai <b>dipendenti</b> e ai <b>promotori finanziari</b> del <b>Gruppo BNL</b>, fino ad un massimo di 550 azioni gratuite.</li> </ul> |

<sup>118</sup> La "Rule 144" rappresenta l'esenzione dall'obbligo di dover registrare l'offerta presso la SEC, ai sensi del Securitise Act del 1933, al fine di poter aver accesso a particolari e qualificati investitori istituzionali (c.d. *Qualified Institutional Buyers*).

| Data          | Società e Tranche                | Tipo di transazione    | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione   |
|---------------|----------------------------------|------------------------|--|
| Novembre 1999 | ENEL 1                           | IPO<br>OFFERTA GLOBALE | <p>Quotazione in Borsa (<b>IPO - Initial Public Offer</b>).</p> <p><b>Offerta globale</b>, composta da un'<b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV), da un'<b>offerta pubblica</b> negli <b>USA</b>, rivolta anche ad investitori istituzionali, e da un <b>collocamento privato</b> rivolto ad <b>investitori professionali</b> italiani ed istituzionali esteri.</p> <p><b>Offerta istituzionale</b> non ripartita su diverse tranche, ma compresa in un'<b>unica tranche globale</b> (in linea secondo la prassi ormai prevalente anche in collocamenti azionari di grandi dimensioni).</p> <p><b>Bonus share</b>: 10 azioni gratuite per ogni 200 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.</p> <p><b>Dipendenti</b> del Gruppo ENEL: 11 azioni gratuite ogni 200 azioni acquistate in sede di OPV, fino a un massimo di 165 azioni gratuite per ogni sottoscrittore.</p> |
| Novembre 1999 | UNIM                             | ADESIONE OPA           | <p>Adesione ad <b>Offerta pubblica di Acquisto (OPA)</b> totalitaria promossa da Milano Centrale (Gruppo Pirelli) nel periodo 22 novembre -14 dicembre 1999. L'offerta per ciascuna azione ordinaria è stata pari a 0,49 Euro per azione.</p>  |
| Dicembre 1999 | Mediocredito Centrale            | TRATTATIVA DIRETTA     | <p><b>Trattativa diretta</b> mediante pubblicazione su quotidiani nazionali ed esteri di un avviso contenente la procedura di privatizzazione del Mediocredito Centrale S.p.A., nel quale sono stati sollecitati primari partner bancari, assicurativi, finanziari ed ogni altro soggetto in possesso dei requisiti per la partecipazione al capitale delle banche.</p> <p>Nell'ottobre 1999 hanno presentato un'offerta definitiva le seguenti istituzioni finanziarie:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Banca di Roma S.p.A.</li> <li>● Unicredito S.p.A.</li> </ul> <p>Il Ministero del Tesoro, ottenute le necessarie autorizzazioni e sentiti i pareri dei consulenti, ha individuato la Banca di Roma quale soggetto aggiudicatario della procedura di cessione mediante trattativa diretta dell'intera partecipazione detenuta nel Mediocredito Centrale.</p>   |
| Maggio 2000   | CIS<br>Credito Industriale Sardo | TRATTATIVA DIRETTA     | <p><b>Trattativa diretta</b> con i potenziali acquirenti, tenendo presente l'obiettivo del più efficace inserimento del CIS nella strategia generale di sviluppo della Sardegna.</p> <p>Alla scadenza prevista è pervenuta una sola offerta preliminare non vincolante presentata da Banca Intesa, contenente come previsto dalla procedura, oltre ad una proposta di prezzo, anche un Piano strategico di aggregazione con il CIS. L'offerta è stata ritenuta valida dal Ministero dell'Economia e a seguito della fase di <i>due diligence</i>, Banca Intesa ha formulato una Offerta Vincolante, contenente una proposta di prezzo per l'acquisto dell'intera partecipazione detenuta dal Ministero dell'Economia. Sulla base di tale offerta è stata avviata una fase di negoziazioni tra le parti in ordine alla definizione del testo contrattuale, al termine della quale, anche tenuto conto della valutazione resa dai Valutatori, si è proceduto alla sottoscrizione del contratto di cessione.</p>      |

| <b>Data</b>    | <b>Società e Tranche</b>     | <b>Tipo di transazione</b> | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|----------------|------------------------------|----------------------------|---|
| Luglio 2000    | <b>Meliorbanca</b>           | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>  | <p><b>Trattativa diretta</b> con i potenziali acquirenti mediante invio di una lettera di sollecitazione di manifestazione di interesse ad una lista di soggetti potenzialmente interessati all'acquisto della partecipazione a cui hanno risposto due soggetti:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• la Banca Popolare del Commercio e dell'Industria</li> <li>• una cordata composta dalla GFE Financières d'Entreprises SA e Banca Popolare dell'Emilia Romagna (BPER).</li> </ul> <p>Sulla base delle valutazioni effettuate, il Ministero ha comunicato ad entrambi i soggetti l'ammissione alle fasi successive della procedura, inviando loro lo schema del contratto di cessione. I potenziali acquirenti hanno inviato le rispettive offerte definitive, dall'analisi delle quali è emersa come più vantaggiosa quella presentata dalla cordata GFE-BPER.</p> <p>Il Ministero ha proceduto alla stesura definitiva del contratto di compravendita azionaria che, in particolare, prevedeva - in caso di quotazione di Meliorbanca entro il successivo mese di dicembre - il riconoscimento da parte della cordata di un conguaglio di prezzo, pari all'80% dell'eventuale <i>upside</i> riscontrato in sede di quotazione.</p> |
| Settembre 2000 | <b>Mediocredito Lombardo</b> | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>  | <p><b>Trattativa diretta</b> con l'azionista di maggioranza Banca Intesa: la partecipazione detenuta del Ministero nel Mediocredito Lombardo (3,39%) derivava infatti dalla fusione per incorporazione - conclusasi nel giugno 2000 - del Mediocredito del Sud nello stesso Mediocredito Lombardo deliberato dall'azionista di maggioranza (per entrambi Banca Intesa) che prevedeva l'attribuzione al Ministero di una opzione di vendita (<i>put</i>) ed a Banca Intesa di una opzione di acquisto (<i>call</i>) a valere sulla partecipazione che sarebbe derivata allo stesso Ministero a seguito della fusione.</p> <p>Il Ministero aveva deliberato la sottoscrizione di un accordo finalizzato a promuovere la fusione tra le due banche. Tra le condizioni contrattuali per la cessione si prevedevano inoltre, in conformità ai contenuti del DPCM del 16 dicembre 1999, le richiamate opzioni <i>put</i> e <i>call</i> esercitabili nel periodo 1° luglio - 10 agosto 2000.</p> <p>A seguito del perfezionamento della fusione, Banca Intesa ha esercitato l'opzione <i>call</i> alla quale il Ministero ha espresso la propria adesione in data 27 luglio 2000.</p>  |
| Novembre 2000  | <b>Banco di Napoli 2</b>     | <b>ADESIONE OPA</b>        | <p>Adesione ad <b>Offerta Pubblica di Acquisto</b> OPA promossa dal San Paolo IMI sulla totalità delle azioni del Banco di Napoli, alle condizioni previste dal documento di Offerta del 3 novembre 2000.</p> <p>Prima della cessione, il capitale del Banco di Napoli era detenuto per il 52,47% dal Banco di Napoli Holding (100% San Paolo IMI), per il 16,16% dal Ministero dell'Economia e per il residuo 31,37% dal mercato. L'adesione all'OPA ha consentito al Ministero di massimizzare gli introiti connessi alla dismissione della propria partecipazione al capitale del Banco di Napoli, rispetto ad una ipotesi di cessione mediante trattativa diretta o sul mercato.</p>  |

| <b>Data</b>   | <b>Società e Tranche</b>                    | <b>Tipo di transazione</b>      | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|---------------|---|---------------------------------|---|
| Febbraio 2001 | <b>ENI 5</b>                                | <b>Accelerated Bookbuilding</b> | <p><b>Offerta riservata ad investitori istituzionali</b> italiani ed esteri (anche americani, ai sensi della <i>Rule 144A</i>) mediante la tecnica innovativa per il mercato italiano dell'<b>accelerated bookbuilding (ABB)</b>.</p> <p>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).</p> <p>Nel caso in esame l'offerta è stata realizzata nella sola giornata del 15 febbraio 2001.</p> <p>Sulla base della qualità e quantità degli ordini di acquisto ricevuti, il Ministero, nella stessa giornata del 15 febbraio, ha determinato il prezzo di cessione in 6,80 Euro per azione (13.167 lire).</p> |
| Giugno 2001   | <b>San Paolo IMI<sup>119</sup></b>          | <b>CESSIONE SUL MERCATO</b>     | <b>Vendita diretta sul mercato azionario</b> per il tramite di un intermediario finanziario.  |
| Giugno 2001   | <b>Beni Stabili<sup>2</sup></b>             | <b>CESSIONE SUL MERCATO</b>     | <b>Vendita diretta sul mercato azionario</b> per il tramite di un intermediario finanziario:  |
| Luglio 2001   | <b>Mediocredito Centrale</b>                | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>       | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione. Banca di Roma, già detenendo una quota pari al 99,771% del capitale di Mediocredito Centrale, è risultato l'unico soggetto interessato all'acquisto. Il prezzo offerto da Banca di Roma, pari a 14.000 lire (pari a 7,23 Euro) per azione, è stato ritenuto congruo sulla base delle metodologie del patrimonio netto con stima autonoma del <i>goodwill/badwill</i> e della comparazione con multipli di mercato di istituti di credito di simile capitalizzazione.</p>  |
| Dicembre 2001 | <b>BNL 2<sup>2</sup></b>                    | <b>CESSIONE SUL MERCATO</b>     | <b>Vendita diretta sul mercato azionario</b> per il tramite di un intermediario finanziario:  |
| Dicembre 2001 | <b>Mediocredito dell'Umbria<sup>2</sup></b> | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>       | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione. Soltanto Rolo Banca, che deteneva insieme alla controllata Banca dell'Umbria il 93% del capitale sociale, ha avanzato una formale proposta di acquisto della partecipazione di minoranza del Ministero. Il prezzo offerto da Rolo Banca, pari a 1939 lire (pari a 1,001 Euro) per azione, è stato ritenuto congruo sulla base delle metodologie del patrimonio netto rettificato e del patrimonio misto con stima autonoma dell'avviamento.</p>   |

<sup>119</sup> A seguito di gara europea il MEF ha selezionato un unico consulente al quale è stata affidata la cessione di 11 partecipazioni di minoranza (principalmente società bancarie), individuate dal DPCM 29 settembre 2001 che sulla base di quanto stabilito dall'art.66 della legge 23 dicembre 1999, n.488, ha definito le società delle quali lo Stato non detiene il controllo e per le quali il valore della partecipazione sia inferiore a 100 milioni, che possono essere dismesse con modalità alternative a quelle di cui alla legge 474/94, anche mediante meccanismi in uso nella prassi dei mercati finanziari per l'alienazione dei titoli azionari.

| <b>Data</b>   | <b>Società e Tranche</b>                              | <b>Tipo di transazione</b>      | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>  |
|---------------|---|---------------------------------|--|
| Gennaio 2002  | <b>Cariverona<sup>2</sup></b>                         | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>       | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine "di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione". Unicredito Italiano, che già deteneva una quota pari al 99,77% del capitale di Cariverona, è risultato l'unico soggetto interessato all'acquisto.</p> <p>Il prezzo di 20,66 Euro per azione (pari a 40.000 lire) offerto da Unicredito, è stato ritenuto congruo sulla base della comparazione con multipli di mercato di istituti di credito di simile capitalizzazione</p>   |
| Gennaio 2002  | <b>Mediovenezie<sup>2</sup></b>                       | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>       | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine "di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione".</p> <p>Cariverona, che già deteneva una quota pari al 97,6% del capitale di Mediovenezie, è risultato l'unico soggetto interessato all'acquisto.</p> <p>Il prezzo di 6,21 Euro per azione (pari a 12.030 lire) offerto da Cariverona, è stato ritenuto congruo sulla base delle seguenti metodologie: metodo reddituale, metodo del patrimonio misto con stima autonoma dell'avviamento, multipli di transazioni comparabili e multipli di borsa.</p>  |
| Febbraio 2002 | <b>Mediocredito Toscano<sup>2</sup></b>               | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>       | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione. Monte dei Paschi di Siena, che già deteneva insieme alla controllata Banca Toscana S.p.A., il 92% del capitale sociale del Mediocredito Toscano, è risultato l'unico soggetto interessato all'acquisto.</p> <p>Il prezzo offerto da Monte dei Paschi di Siena, interessato all'acquisizione della quota detenuta dal Tesoro, pari a 1,14 Euro (2.200 lire) per azione, è stato ritenuto congruo sulla base delle seguenti metodologie: metodo reddituale, metodo del patrimonio misto con stima autonoma dell'avviamento, multipli di transazioni comparabili e multipli di borsa.</p> |
| Aprile 2002   | <b>INA-Generali<sup>2</sup></b>                       | <b>CESSIONE SUL MERCATO</b>     | <p><b>Vendita diretta sul mercato azionario</b> per il tramite di un intermediario finanziario.</p>  |
| Maggio 2002   | <b>Mediocredito Fondiario Centritalia<sup>2</sup></b> | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>       | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione. Il gruppo Banca delle Marche, che già deteneva una quota di oltre il 59% del capitale del Mediocredito Fondiario Centritalia, è risultato l'unico soggetto interessato all'acquisto.</p> <p>Il prezzo offerto da Banca delle Marche S.p.A., pari a 1,34 Euro per azione, è stato ritenuto congruo sulla base di tre differenti metodologie: metodo reddituale, metodo del patrimonio misto con stima autonoma dell'avviamento e multipli di transazioni comparabili</p>  |
| Dicembre 2002 | <b>Telecom Italia 2</b>                               | <b>Accelerated Bookbuilding</b> | <p><b>Offerta riservata ai soli investitori istituzionali</b> realizzata con la tecnica dell'<b>accelerated bookbuilding (ABB)</b>. Sulla base della qualità e quantità degli ordini di acquisto ricevuti, il Ministero, nella giornata del 9 dicembre, ha determinato il prezzo di cessione delle azioni ordinarie e di risparmio, rispettivamente, in € 7,50 e € 5,08.</p>   |

| Data          | Società e Tranche   | Tipo di transazione          | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione  |
|---------------|---|------------------------------|---|
| Ottobre 2003  | <b>Mediocredito FVG (Friuli Venezia Giulia)<sup>2</sup></b> | <b>PROCEDURA COMPETITIVA</b> | <p>La procedura di dismissione ha avuto inizio il 31 luglio 2002 con la pubblicazione da parte del Ministero di un bando di sollecitazione di manifestazioni di interesse all'acquisto della partecipazione in argomento. Nel termine previsto dal bando sono pervenute all'<i>advisor</i> quattro manifestazioni di interesse presentate da:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• la cordata BCC Capital (composta da banche di credito cooperativo friulane e venete e da alcuni imprenditori veneto-friulani),</li> <li>• il Monte dei Paschi di Siena,</li> <li>• la Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste e</li> <li>• la cordata Mediofin (composta principalmente da grandi banche italiane: Intesa, Unicredito e San Paolo).</li> </ul> <p>Dopo il ritiro dei primi due soggetti e la presentazione di offerte vincolanti solo da parte della cordata Mediofin e della Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste, il Ministero ha accettato l'offerta della Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste, risultata migliore sotto il profilo economico.</p> <p>Il controvalore, pari a 55 Euro per azione, è stato ritenuto congruo sulla base delle seguenti metodologie: metodo reddituale, metodo del patrimonio rettificato, metodo del patrimonio misto con stima autonoma dell'avviamento, metodo dei multipli di transazioni comparabili.</p>   |
| Novembre 2003 | <b>ENEL 2</b>   | <b>BOUGHT DEAL</b>           | <p><b>Bought Deal:</b> offerta nella quale un unico soggetto (o un gruppo di soggetti, tipicamente banche d'affari) acquista a fermo la totalità delle azioni oggetto di offerta allo scopo di ricollocarle, in brevissimo tempo, presso gli investitori istituzionali finali.</p> <p>La tecnica del Bought Deal <b>non prevede meccanismi di incentivazione</b> a beneficio di particolari categorie di investitori in quanto l'unico sottoscrittore dell'offerta, in prima istanza, è la banca investimento. Il Bought Deal rappresenta una delle principali strutture di vendita adatta per un collocamento azionario rapido rivolto a soli investitori istituzionali.</p> <p>L'operazione in questione è stata avviata mediante un invito a partecipare a un ampio numero di primarie istituzioni finanziarie, selezionate sulla base di parametri oggettivi relativi all'esperienza in operazioni analoghe effettuate in Europa. Il processo di gara si è svolto in tempi strettissimi la sera tra il 29 ed il 30 ottobre 2003 a mercati chiusi. Per accrescere l'appetibilità dell'operazione il Tesoro ha sottoscritto un impegno a non effettuare ulteriori collocamenti diretti o indiretti di titoli ENEL nei successivi 180 giorni successivo al <i>closing</i> (c.d. <i>lock-up</i>).</p> <p>Il prezzo offerto dalla banca d'affari selezionata (Morgan Stanley) è stato pari a 5,432 Euro per azione, ed ha incorporato un premio dello 0,33% sul prezzo di chiusura del titolo ENEL del 29 ottobre, pari a 5,414 Euro.</p> <p>Il 30 ottobre Morgan Stanley ha iniziato a raccogliere sui mercati italiani e internazionali ordini per l'acquisto delle azioni Enel; il processo di vendita da parte della banca si è chiuso il 4 novembre in media ad un prezzo inferiore a quello al quale aveva acquistato dallo Stato.</p> <p>Nell'operazione il Ministero non ha dovuto corrispondere alcuna commissione alla banca d'affari.</p> |

| <b>Data</b>   | <b>Società e Tranche</b> | <b>Tipo di transazione</b>   | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|---------------|--------------------------|------------------------------|---|
| Dicembre 2003 | <b>ETI</b>               | <b>PROCEDURA COMPETITIVA</b> | <p><b>Procedura competitiva</b> avviata con la pubblicazione su quotidiani nazionali ed esteri di un avviso di sollecitazione di manifestazioni di interesse per l'acquisto dell'intero capitale sociale di ETI. Entro il termine ultimo del 16 luglio 2003, tre soggetti hanno presentato offerte vincolanti: (i) Altadis, gruppo franco-ispanico del tabacco, in cordata con il fondo Equinox e la Federazione Italiana Tabaccai, (ii) la cordata italiana Impreditori Associati (investitori non del settore) e (iii) la cordata Britannica Italiana Tabacchi S.p.A., guidata da British American Tobacco, alla quale ha aderito anche la Confcommercio e la Franco Bernabè Group.</p> <p>Il Ministero ha accettato l'offerta di Britannica Italiana Tabacchi S.p.A., che presentava il prezzo di acquisto più elevato (oltre il 50% in più rispetto alle altre due offerte vincolanti pervenute).</p> |
| Dicembre 2003 | <b>ENEL</b>              | <b>Trasferimento EX LEGE</b> | <p>Il decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge n. 326 del 2003, che ha disposto la trasformazione della CDP in società per azioni, ha demandato ad un decreto ministeriale l'individuazione delle partecipazioni societarie da trasferire dal Ministero alla CDP.</p> <p>Il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze del 5 dicembre 2003<sup>7</sup>, emanato ai sensi dell'art. 5, comma 3, del decreto n. 269, ha disposto la vendita alla CDP del 10,35% del capitale di ENEL, del 10% del capitale di ENI e di una quota pari al 35% del capitale di Poste Italiane.</p> <p>Secondo quanto previsto dal decreto n. 269 il prezzo di cessione delle azioni è stato determinato con il suddetto decreto ministeriale, sulla scorta di relazione giurata di stima.</p>  |
| Dicembre 2003 | <b>ENI</b>               | <b>Trasferimento EX LEGE</b> | <p>Il decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge n. 326 del 2003, che ha disposto la trasformazione della CDP in società per azioni, ha demandato ad un decreto ministeriale l'individuazione delle partecipazioni societarie da trasferire dal Ministero alla CDP.</p> <p>Idem come per ENEL e Poste Italiane (Dicembre 2003)</p>   |
| Dicembre 2003 | <b>Poste Italiane</b>    | <b>Trasferimento EX LEGE</b> | <p>Il decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito dalla legge n. 326 del 2003, che ha disposto la trasformazione della CDP in società per azioni, ha demandato ad un decreto ministeriale l'individuazione delle partecipazioni societarie da trasferire dal Ministero alla CDP.</p> <p>Idem come per ENEL ed ENI (Dicembre 2003)</p>   |

| Data          | Società e Tranche                 | Tipo di transazione       | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione   |
|---------------|-----------------------------------|---------------------------|--|
| Dicembre 2003 | <b>Cassa Depositi e Prestiti</b>  | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b> | <p><b>Trattativa diretta</b> ai sensi del Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 5 dicembre 2003 - emanato ai sensi della legge 474/1994 - che ha disposto l'alienazione, prioritariamente alle Fondazioni bancarie anche in più fasi, di quote di minoranza del capitale della CDP S.p.A..</p> <p>Il Ministero dell'Economia manterrà pertanto la maggioranza assoluta del capitale di CDP S.p.A.; lo Statuto prevede che nessun altro socio possa detenere azioni con diritto di voto superiori al 5% del capitale sociale.</p> <p>La procedura di dismissione ha avuto inizio il 5 dicembre, quando Ministero, anche per il tramite dell'Associazione Casse di Risparmio Italiane (ACRI), ha preso contatto con tutte le Fondazioni bancarie italiane sollecitando la presentazione di manifestazioni di interesse all'acquisto di partecipazioni di minoranza di CDP, rappresentate da azioni privilegiate, la cui regolamentazione è stata definita nello Statuto di CDP S.p.A. approvato con decreto del Governo emanato lo stesso 5 dicembre 2003.</p> <p>Le azioni privilegiate - considerati i diritti inerenti alle stesse previsti nello Statuto - sono state offerte alle Fondazioni al valore nominale (10 Euro per azione), prezzo definito congruo dai valutatori incaricati.</p> <p>Il 22 dicembre le adesioni vincolanti al contratto ed alle condizioni economiche sono state presentate presso il consulente finanziario. Il 23 dicembre sono stati firmati i contratti di cessione della totalità delle azioni privilegiate, pari al 30% dell'intero capitale sociale, a favore delle sessantacinque Fondazioni bancarie che avevano manifestato interesse.</p> |
| Aprile 2004   | <b>Cooper credito<sup>2</sup></b> | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b> | <p><b>Trattativa diretta</b> al fine di massimizzare il gettito per l'erario, contenere i costi e di assicurare la rapidità di esecuzione della cessione. Dopo un primo sondaggio di mercato con esito negativo il Ministero ha deciso di effettuare una nuova indagine di mercato, coinvolgendo i principali gruppi bancari italiani e i soci di Coopercredito, finalizzata a verificare l'interesse all'acquisto della partecipazione detenuta dal Ministero nel capitale della Banca, ad esito della quale l'unico soggetto interessato a valutare l'opportunità di acquistare la Partecipazione è risultato BNL, azionista di maggioranza di Coopercredito con una quota pari all'85,3% del capitale, che nel frattempo aveva esperito un tentativo di cessione della propria partecipazione, anch'esso conclusosi negativamente. BNL ha maturato la decisione di acquisire le quote detenute da terzi nel capitale di Coopercredito, compresa quindi quella più consistente detenuta dal Ministero, al fine di rilevare la totalità delle azioni della Banca e, successivamente, operare una fusione per incorporazione nella stessa BNL.</p> <p>Il Ministero ha quindi avviato una fase di trattativa diretta con BNL, durante la quale è stato definito il testo contrattuale sulla base del quale BNL è stata invitata a presentare una offerta economica vincolante.</p> <p>In data 16 aprile 2004, il Ministero, considerato il parere di congruità espresso dal soggetto incaricato, ha accettato l'offerta di BNL pari a circa 5,18 Euro per azione corrispondente ad una valutazione della società sostanzialmente corrispondente al patrimonio netto al 31 dicembre 2003.</p>        |

| Data         | Società e Tranche | Tipo di transazione   | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione  |
|--------------|-------------------|-----------------------|---|
| Ottobre 2004 | ENEL 3            | OFFERTA GLOBALE       | <p><b>Offerta Globale</b>, composta da una <b>offerta pubblica di vendita</b> in <b>Italia</b> (OPV), comprensiva di una quota di azioni <b>riservate ai dipendenti</b> del Gruppo ENEL ed agli azionisti Enel, e da un'<b>offerta istituzionale</b> rivolta ad <b>investitori italiani</b> ed <b>esteri</b>. All'interno dell'offerta istituzionale effettuato un collocamento destinato ad investitori <i>retail</i> giapponesi, nell'ambito di un'offerta pubblica senza quotazione (POWL - Public Offering Without Listing).</p> <p><b>Bonus share</b> per i risparmiatori che conserveranno i titoli per un periodo minimo di 12 mesi:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 5 azioni gratuite ogni 100 al pubblico indistinto, fino ad un massimo di tre lotti minimi (il lotto minimo è pari a 600 azioni) o di due lotti minimi maggiorati (il lotto minimo maggiorato è pari a 6.000 azioni) per assegnatario;</li> <li>- 5 azioni gratuite ogni 100 agli azionisti Enel, fino ad un massimo di tre lotti minimi;</li> <li>- 8 azioni gratuite ogni 100 ai dipendenti del Gruppo Enel;</li> <li>- 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).</li> </ul>                                      |
| Maggio 2005  | Fime              | PROCEDURA COMPETITIVA | <p><b>Procedura competitiva</b> avviata con la pubblicazione dell'invito a manifestare interesse per l'acquisto della partecipazione di controllo detenuta dal Ministero nella Società.</p> <p>Ai soggetti interessati ammessi alle fasi successive della procedura (i "Partecipanti"), a seguito del rilascio di impegno alla riservatezza, è stato inviato un memorandum informativo sul Gruppo Fime in liquidazione. Successivamente, gli stessi soggetti sono stati invitati a partecipare ad una fase di <i>data room</i>, al termine della quale sono stati invitati ad esaminare anche uno schema di contratto di compravendita proposto dal Ministero.</p> <p>A seguito delle modifiche che il Ministero ha ritenuto di apportare al contratto, è stata inviata ai Partecipanti la versione definitiva del contratto, invitando gli stessi a presentare una offerta vincolante.</p> <p>In data 30 novembre 2004, il Ministero ha ricevuto 3 offerte vincolanti, individuando la migliore tra esse e, in ottemperanza a quanto richiesto dal DPCM, la ha sottoposta ad un esame, effettuato da un valutatore indipendente (la Deloitte), per la verifica della convenienza economica dell'operazione rispetto alla prosecuzione delle procedura di liquidazione. Il Ministero, acquisita la relazione favorevole del valutatore e sentito il parere del Comitato ha comunicato alla I2 Capital S.p.A. le istruzioni per il <i>closing</i> avvenuto in data 23 maggio 2005.</p> |

| Data        | Società e Tranche    | Tipo di transazione | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione  |
|-------------|----------------------|---------------------|---|
| Luglio 2005 | ENEL 4               | OFFERTA GLOBALE     | <p><b>Offerta Pubblica di Vendita Globale (OPV)</b> composta da: una <b>offerta pubblica di vendita in Italia</b> comprensiva di una <b>quota</b> di azioni <b>riservate ai dipendenti</b> del Gruppo ENEL ed <b>agli azionisti ENEL</b> e un'<b>offerta istituzionale</b> rivolta ad <b>investitori italiani</b> ed <b>esteri</b> al cui è stato effettuato un collocamento destinato ad investitori <i>retail</i> giapponesi, nell'ambito di una offerta pubblica senza quotazione (Public Offering Without Listing - <b>POWL</b>).</p> <p><b>Bonus share</b> per i risparmiatori:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 5 azioni gratuite ogni 100 al pubblico indistinto, fino ad un massimo di tre lotti minimi (il lotto minimo è pari a 500 azioni) o di due lotti minimi maggiorati (il lotto minimo maggiorato è pari a 5.000 azioni) per assegnatario</li> <li>• 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 è prevista per i Dipendenti ENEL) che rispondano a tutti i tre seguenti requisiti: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. siano già risultati assegnatari di azioni gratuite derivanti dall'OPV "ENEL 1" del 1999;</li> <li>2. al 19 maggio 2005 avevano un quantitativo minimo di 250 azioni della società e che da detta data fino al giorno di adesione all'OPV non abbiano ridotto tale quantitativo minimo.</li> <li>3. non siano risultati assegnatari nell'ambito dell'OPV ENEL 3.</li> </ol> </li> </ul> |
| Luglio 2005 | Telecom Italia Media | ADESIONE OPA        | <p><b>Adesione all'OPA</b> volontaria di acquisto azioni proprie. La società Telecom Italia Media S.p.A. ("TI"), nell'ambito di una più ampia operazione di riassetto organizzativo, ha promosso un'offerta pubblica di acquisto volontaria parziale (di un numero di azioni pari al 10% del capitale sociale) ai sensi degli articoli 102 e seguenti del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.</p> <p>Considerato che il prezzo unitario offerto per ciascuna azione ordinaria, pari a 0,40 Euro, era stato determinato a seguito di una procedura pubblica e trasparente ed era stato giudicato congruo sia dal consulente nominato dai Consiglieri indipendenti di TI che dall'<i>advisor</i> dell'operazione, e che lo stesso prezzo risultava superiore alla media aritmetica delle quotazioni di borsa degli ultimi 12 mesi, il Ministero decideva di aderire all'OPA offrendo la sua complessiva partecipazione in TI.</p> <p>L'OPA promossa da TI ha incontrato i favori del mercato, tanto che al termine del periodo di offerta (6-24 giugno) l'ammontare delle adesioni è risultato notevolmente superiore al quantitativo massimo di azioni oggetto dell'offerta. La quota di riparto delle azioni ordinarie, stabilita in base al rapporto tra il numero delle azioni ordinarie oggetto dell'offerta e il numero complessivo delle azioni ordinarie portate in adesione, è risultata pari a 72,39%.</p> <p>Il conseguente piano di riparto, pertanto, ha visto l'accettazione di 2.180.286 azioni, rispetto alle 3.011.667 offerte dal Ministero.</p>   |

| Data          | Società e Tranche | Tipo di transazione         | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione  |
|---------------|-------------------|-----------------------------|---|
| Novembre 2005 | Alitalia          | CESSIONE DIRITTI DI OPZIONE | <p><b>Cessione diritti di Opzione</b> non esercitati in occasione dell'adesione parziale all'<b>Aumento di Capitale</b> della società (in coerenza con gli impegni assunti con la Commissione Europea in sede di discussione del piano di ricapitalizzazione della società): il Ministero ha inteso sottoscrivere una quota dei diritti di opzione tale da far scendere la propria partecipazione al di sotto del 50%, dando disposizione al <i>global coordinator</i> dell'intera operazione, di provvedere alla cessione sul mercato dei rimanenti diritti di opzione.</p> <p>Più in dettaglio, il Ministero ha assunto la decisione di esercitare integralmente i 1.207.147.380 diritti di opzione riferibili alle obbligazioni convertibili in proprio possesso - che hanno consentito la sottoscrizione di 261.548.599 azioni ordinarie di nuova emissione - mentre ha deciso di esercitare solo 53.835.924 diritti derivanti da azioni ordinarie - che hanno garantito l'assegnazione di n. 349.933.506 nuove azioni.</p> <p>Quanto ai 26.640.569 diritti rivenienti da azioni ordinarie non destinati ad essere esercitati, il Ministero ha provveduto a conferire al <i>global coordinator</i> nominato dalla Società l'incarico della relativa cessione al meglio sul mercato, attraverso una procedura di raccolta di ordini potenziali (c.d. <i>bookbuilding</i>) rivolta ad investitori istituzionali. La vendita ha avuto luogo nel corso del periodo di contrattazione sul mercato dei diritti medesimi (14-25 novembre).</p> <p>Le 611.482.105 nuove azioni sottoscritte dal Ministero hanno portato, quindi, l'ammontare di azioni in suo possesso, ad esito dell'operazione, a complessive 691.958.598 azioni ordinarie, pari appunto al 49,9% del nuovo capitale sociale di Alitalia.</p> |
| Novembre 2008 | FINMECCANICA      | CESSIONE DIRITTI DI OPZIONE | <p><b>Cessione diritti di Opzione, non esercitati in occasione dell'adesione parziale all'Aumento di Capitale della società.</b> Ai sensi della Legge 133/2008 il Ministero era autorizzato a sottoscrivere una quota dei diritti di opzione dell'aumento di capitale tale da mantenere la propria partecipazione non al di sotto del 30% e per un importo massimo di 250 milioni di Euro. Conseguentemente il Ministero ha dato disposizione al <i>global coordinator</i> operazione nominati dalla Società, di provvedere alla cessione sul mercato dei rimanenti diritti di opzione.</p> <p>Più in dettaglio, il Ministero ha assunto la decisione di esercitare 86.805.550 diritti di opzione derivanti da azioni ordinarie che hanno garantito l'assegnazione di n. 31.249.998 nuove azioni, per un controvalore di 250 milioni di Euro.</p> <p>Quanto ai 56.571.006 diritti rivenienti da azioni ordinarie non destinati ad essere esercitati, il Ministero ha provveduto a conferire ai <i>global coordinator</i> l'incarico della relativa cessione al meglio sul mercato, attraverso una procedura di raccolta di ordini potenziali (c.d. <i>bookbuilding</i>) rivolta ad investitori istituzionali. La vendita ha avuto luogo nel corso del periodo di contrattazione sul mercato dei diritti medesimi (20-31 ottobre).</p> <p>Le nuove azioni sottoscritte dal Ministero hanno portato, quindi, l'ammontare di azioni in suo possesso, ad esito dell'operazione, a complessive 174.626.554 azioni ordinarie, pari appunto al 30,2% del nuovo capitale sociale di Finmeccanica.</p>   |

**Prospetto I PRIVATIZZAZIONI di FINTECNA SpA**

| <b>Data</b> | <b>Società e Tranche</b>     | <b>Tipo di transazione</b>                        | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|-------------|------------------------------|---|---|
| 2002        | <b>Castel Romano</b>         | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>                         | <p>Dopo ripetute procedure di vendita della società – proprietaria di terreni e fabbricati (sedi del Centro Sviluppo Materiali S.p.A.) nel comune di Roma – con esito non soddisfacente, Fintecna avviava una trattativa diretta con la Società per il Polo Tecnologico Industriale Romano S.p.A.. Nel dicembre 2002 veniva definito il trasferimento al suddetto Polo Tecnologico Industriale Romano S.p.A. del 50% del pacchetto azionario della Castel Romano S.p.A. della quale Fintecna aveva precedentemente acquisito la partecipazione totalitaria. Le intese prevedevano la valorizzazione del complesso in partnership con previsione di clausole di put e call esercitabili a data prestabilita.</p> <p>A seguito dell'esercizio da parte Fintecna dell'opzione put (perfezionamento della compravendita intervenuto nel gennaio 2007) l'intero pacchetto azionario è risultato essere trasferito al Polo Tecnologico Industriale Romano S.p.A. per un prezzo complessivo di € migliaia 28.921.</p>  |
| 2003        | <b>ITALECO</b>               | <b>PROCEDURA COMPETITIVA</b>                      | <p>Nel mese di luglio 2002, successivamente alla chiusura senza esito di precedenti procedure di vendita, è stata riavviata la procedura di dismissione della Italeco S.p.A. – società specializzata nello sviluppo di sistemi informativi e banche dati territoriali nei settori dell'agricoltura, forestazione, urbanistica ed idraulica – conclusasi nel marzo del 2003 con la sottoscrizione con Edicomp Holding S.p.A. del contratto di compravendita riguardante l'intero capitale sociale della Italeco ad un prezzo di € migliaia 600. L'acquirente Edicomp Holding S.p.A. è società operante nei settori dell'editoria, stampa, pubblicità, immobiliare e dei servizi per il direct marketing.</p> <p>Tra le operazioni propedeutiche alla dismissione, si segnala l'enucleazione da parte di Italeco e conseguente trasferimento ad altra società del gruppo Fintecna di un ramo d'azienda non rientrante nella vendita, in quanto relativo a partite diverse, afferenti essenzialmente ad attività in liquidazione e in contenzioso. Le pattuizioni contrattuali prevedevano, tra l'altro, impegni dell'acquirente – assistiti da garanzia bancaria – concernenti l'attuazione del piano industriale presentato in sede di offerta vincolante, la salvaguardia dell'occupazione del personale trasferito e il mantenimento della localizzazione territoriale per almeno 36 mesi, l'obbligo a subentrare in tutte le garanzie prestate da Fintecna in favore della società, nonché limiti temporali alla alienabilità delle azioni della Italeco.</p> |
| 2003        | <b>NUOVA SERVIZI TECNICI</b> | <b>PROCEDURA COMPETITIVA E TRATTATIVA DIRETTA</b> | <p>La procedura di privatizzazione della Nuova Servizi Tecnici S.p.A, società originata dal trasferimento di un ramo d'azienda dalla Servizi Tecnici S.p.A., concessionaria di Pubbliche Amministrazioni nel settore dell'edilizia civile, è stata avviata nel giugno 2002. Nel corso dello sviluppo della procedura, il mutamento del quadro di riferimento e l'emersione di alcuni elementi di criticità ha portato a riscontrare l'interesse di Sviluppo Italia, società a capitale interamente pubblico, ad avvalersi della Nuova Servizi Tecnici quale qualificata struttura operativa nell'ambito di nuove attività e programmi d'intervento definiti dal CIPE.</p> <p>Nell'aprile 2003 è stato stipulato con la suddetta Sviluppo Italia, ad esito di trattativa diretta, il contratto di compravendita riguardante l'intero capitale sociale di Nuova Servizi Tecnici S.p.A. ad un prezzo di € migliaia 1.516, corrispondente al patrimonio netto della società. Il trasferimento dei relativi titoli azionari è intervenuto nel successivo mese di maggio.</p> <p>Le pattuizioni contrattuali prevedevano l'impegno dell'acquirente relativo alla salvaguardia dell'occupazione ed al mantenimento della localizzazione territoriale per almeno 36 mesi, l'obbligo a subentrare entro dodici mesi dal trasferimento azionario nelle garanzie prestate da Fintecna in favore della società, nonché limiti temporali alla alienabilità delle azioni della Nuova Servizi Tecnici S.p.A.</p>   |

| <b>Data</b> | <b>Società e Tranche</b> | <b>Tipo di transazione</b> | <b>Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione</b>   |
|-------------|--------------------------|----------------------------|---|
| Marzo 2003  | <b>EDINDUSTRIA</b>       | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>  | <p>Dopo una prima procedura competitiva, avviata dall'IRI e conclusasi senza esito, Fintecna (nel frattempo succeduta all'IRI) avviava, anche per conto degli altri azionisti ex Gruppo IRI, una trattativa diretta con Finanziaria Tosinvest e Relais le Jardin che, uniti in Cordata, avevano manifestato interesse all'operazione.</p> <p>All'esito della trattativa, Fintecna accettava l'offerta vincolante della Cordata di acquisto del 58% del capitale Edindustria (di cui il 37,938% detenuto dalla Fintecna e la residua quota da altre società) con una opzione a valore di patrimonio netto sul restante capitale residuo ai venditori (28% - di cui Fintecna 11,229%). A seguito dell'esercizio dell'opzione (avvenuta il 28/10/2005) l'intero pacchetto azionario Edindustria detenuto da Fintecna, Fincantieri, Tirrenia e Finmeccanica è risultato essere stato trasferito a Finanziaria Tosinvest e a Relais le Jardin. Il corrispettivo relativo all'intera quota ceduta da Fintecna è stato pari a € migliaia 346.</p>                              |
| 2004        | <b>NOVISI'</b>           | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>  | <p>Dopo ripetuti annunci stampa per la cessione dell'area di proprietà Novisi ed una prima procedura competitiva, avviata da Sofinpar e conclusasi senza esito, Fintecna (nel frattempo succeduta a Sofinpar) avviava una trattativa diretta con uno dei principali operatori locali, Praga Holding, che aveva manifestato interesse all'operazione. Ad esito della trattativa veniva raggiunta, il 30 maggio 2003, un'intesa di partnership, condizionata all'approvazione del progetto definitivo di bonifica e di una variante del piano urbanistico, che prevedeva la cessione del 50% del capitale azionario del veicolo societario e successive opzioni di "put" e "call" a termine per il residuo 50%. Con atto ricognitivo del 30 giugno 2004 veniva quindi dato seguito agli accordi tra le parti con il trasferimento del 50% della Novisi alla Praga Holding al prezzo di € migliaia 6.200. Nell'aprile 2005, infine, Praga Holding esercitava l'opzione "call" acquisendo il residuo 50% della partecipazione in oggetto al prezzo di € migliaia 7.400.</p> |
| 2007        | <b>VENETA TRAFORO</b>    | <b>TRATTATIVA DIRETTA</b>  | <p>La Veneta Traforo è stata costituita nel 2005 con il conferimento da Veneta Infrastrutture S.p.A. del ramo d'azienda riguardante la gestione in concessione del tunnel di collegamento tra i comuni di Schio e Valdagno e di tutto il personale in organico. Tale propedeutica operazione ha consentito di creare una nuova realtà societaria, in sostanziale equilibrio economico, per la quale perseguire il processo di dismissione. In tale contesto, Fintecna avviava una trattativa diretta con i Comuni di Schio e Valdagno; a esito di una impegnativa negoziazione, in data 26 giugno 2007, è stato sottoscritto l'atto di cessione ad Alto Vicentino Traforo S.r.l. - partecipata pariteticamente dalla società Viabilità S.p.A. (controllata dalla provincia di Vicenza) e dal Consorzio per l'Integrazione tra le città di Schio e Valdagno (rappresentato dai Comuni medesimi) - dell'intera partecipazione (100% del capitale sociale) detenuta da Fintecna nella Veneta Traforo S.r.l. ad un prezzo di € migliaia 17.000.</p>                         |

**Prospetto L  
PRIVATIZZAZIONI di  
ENI SpA**

| Data        | Società e Tranche    | Tipo di transazione          | Descrizione dell'operazione e della procedura di privatizzazione  |
|-------------|----------------------|------------------------------|---|
| 1993        | <b>NUOVO PIGNONE</b> | <b>PROCEDURA COMPETITIVA</b> | <p><b>Procedura competitiva</b> avviata con la pubblicazione, in data 23 giugno 1993, dell'invito a manifestare interesse per l'acquisto della partecipazione di controllo detenuta da ENI nella società, che all'epoca era quotata in borsa. La cessione è stata approvata dal Consiglio dei Ministri del 30 dicembre 1992 e dall'Assemblea dei soci dell'Eni del 16 giugno 1993.</p> <p>Nel dicembre 1993, al termine della procedura competitiva avviata nel giugno 1993, l'Eni ha sottoscritto con General Electric un contratto per la vendita del 69,33% di Nuovo Pignone (detenuto direttamente e tramite sue controllate). Il closing dell'operazione è avvenuto nel maggio 1994. Nell'ottobre 1994 l'Eni ha venduto a GE un ulteriore 1,60%. Successivamente alle due cessioni, Eni ha mantenuto una quota di minoranza qualificata del 18,65% nella società, quota che dal 1998 è sta ceduta in tranches successive (l'ultima cessione del 2,33% è avvenuta nel 2005). Si ricorda che nel 1994, a seguito dell'acquisto della quota di maggioranza, GE ha lanciato una OPA sul 10,42% del capitale della società detenuto da azionisti terzi.</p> |
| Giugno 1998 | <b>SAIPEM</b>        | <b>OFFERTA GLOBALE</b>       | <p>Offerta Globale costituita da <b>offerta pubblica di vendita e di sottoscrizione</b> di aumento di capitale sociale (OPVS) e <b>offerta a investitori istituzionali</b> sia in Europa sia negli USA.</p> <p>In particolare l'Offerta prevedeva (i) il collocamento da parte di Saipem di 40 milioni di azioni ordinarie di nuova emissione presso investitori professionali italiani ed investitori istituzionali esteri (ii) la cessione da parte di Eni di circa 60 milioni di azioni ordinarie con un'opzione a favore dei collocatori ("Green-Shoe") per l'acquisto di altre azioni ordinarie fino ad un massimo di 15 milioni.</p> <p>Il collocamento ha portato la partecipazione dell'Eni, diretta o indiretta, al 42.9% del capitale sociale della Saipem essendo stata integralmente esercitata la Green Shoe.</p> <p>Il prezzo di emissione delle azioni ordinarie della Saipem è stato fissato in Lire 9,900 per azione ordinaria e \$27.684 per American Depositary Share (rule 144A).</p>   |

Fonte: Relazioni al Parlamento, vari anni - Libro Bianco sulle privatizzazioni, Aprile 2001

I prospetti M - P che seguono, di fonte Tesoro<sup>120</sup>, riportano il dettaglio dei ruoli ricoperti nelle operazioni di privatizzazione del MEF, dell'IRI/Fintecna e dell'ENI dalle singole figure professionali dei *contractors*, con specificazione dell'eventuale cumulo di incarichi su uno stesso soggetto. L'Amministrazione ha accompagnato il prospetto con le seguenti *premessa* e *legenda*.

#### *Premessa*

#### **Tipologia di offerta e ruolo degli *advisor*/intermediari finanziari:**

- nel caso di offerta sul mercato azionario con il termine di *Global Coordinator*(s) si indica l'istituzione/i responsabile/i del collocamento dei titoli, in genere alla guida di un "consorzio di collocamento", alla/e quale/i il Ministero affida il relativo mandato; le ulteriori istituzioni componenti il consorzio non intrattengono rapporti contrattuali con il Ministero.
- Nel caso di cessione mediante trattativa diretta o procedura competitiva, il Ministero può conferire mandato ad un'istituzione definibile come "intermediario" o "collocatore".

**Compatibilità del ruolo di valutatore con altri incarichi:** ai sensi dell'art. 1, comma 5, del d.l. 332/94, "i soggetti incaricati della valutazione possono partecipare ai consorzi di collocamento ma non assumerne la guida"<sup>121</sup>.

#### *Legenda*

colonna 2 - tipo di transazione: è indicata la tipologia di cessione,

colonna 5 - *Global Coordinator*: la colonna è compilata nel caso di Offerta Globale, IPO ed OPV e viene indicata solo la/e banca/e che ha ricoperto il ruolo di *Global Coordinator*, su mandato del Ministero, e non di tutte le Istituzioni che hanno partecipato al consorzio di collocamento,

colonna 6 - intermediario/collocatore: la colonna è compilata nel caso di operazioni di cessione a trattativa diretta (o assimilabili) ed è indicata l'istituzione cui è stato affidato il ruolo di intermediario finanziario o collocatore; se del caso, eventuali ulteriori specificazioni sono riportate in nota a piè di pagina,

colonna 7 - cumulo incarichi. Nella prassi sono stati individuati i seguenti casi di affidamento di più di un ruolo, o di un ruolo complesso, alla medesima istituzione:

- *Advisor* e Valutatore,
- *Advisor*, Valutatore e Intermediario/Collocatore,

---

<sup>120</sup> I dati sono tratti dalle Relazioni al Parlamento sulle Privatizzazioni e dal *Libro bianco sulle privatizzazioni* (pubblicato nell'aprile 2001, con riferimento al periodo 1996 - marzo 2001).

<sup>121</sup> Si riporta il testo dell'art. 1, commi 5 e 5-bis, del D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, comma 1, L. 30 luglio 1994, n. 474:

«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. 5-bis. Le disposizioni di cui ai commi 1 e 5 si applicano anche agli incarichi conferiti dal Ministero dell'economia e delle finanze in relazione a piani di riordino, risanamento o ristrutturazione delle società partecipate dallo Stato, propedeutici alla dismissione della partecipazione».

- Valutatore e Intermediario/Collocatore,
- Consulente Finanziario Globale,
- Consulente Finanziario Globale e Valutatore,
- Consulente Finanziario Globale e Intermediario/Collocatore.

Dal prospetto M risulta frequentemente confermata, per le operazioni effettuate dal Tesoro, la coincidenza sugli stessi soggetti dei ruoli di *Advisor* e Valutatore, ripetuti per le diverse *tranche* della cessione di una stessa società. A partire dal 2001, anche nel ruolo di Intermediario/Collocatore, è stato fatto molto ricorso alla *Société Générale*.

Per le operazioni effettuate dall'IRI (prospetto N) è sempre stata assente la figura dell'Intermediario/Collocatore, solo in tre operazioni si è avuto un cumulo di incarichi per i ruoli di *Advisor* e Valutatore.

**Prospetto M Privatizzazioni effettuate dal MEF**

| (1)              | (2)  | (3)                        | (4)   | (5)                                   | (6)                        | (7)  |
|------------------|--|----------------------------|---|---------------------------------------|----------------------------|--|
| Società          | Tipo di transazione                          | Advisor                    | Valutatore  | Global Coordinator                    | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi   |
| <b>Anno 1994</b> |  |                            |   |                                       |                            |  |
| IMI 1            | <i>IPO Offerta Globale</i>                   |                            | Credit Suisse<br>First Boston                             | SG Warburg,<br>IMI                    |                            |  |
| INA 1            | <i>IPO Offerta Globale</i>                   | Schroders                  | Schroders,<br>Fox Pitt<br>Kelton                          | Goldman<br>Sachs,<br>IMI              |                            | Schroders<br>Advisor e<br>Valutatore   |
| <b>Anno 1995</b> |  |                            |   |                                       |                            |  |
| IMI 2            | <i>Trattativa diretta</i>                    | SG Warburg                 | Credit Suisse<br>First Boston,<br>Vitale<br>Borghesi & C. |                                       | IMI                        |  |
| INA 2            | <i>Trattativa diretta</i>                    | Fox Pitt<br>Kelton, Akros  | Fox Pitt<br>Kelton,<br>Akros                              |                                       | Schroders                  | Fox Pitt Kelton<br>Advisor e<br>Valutatore<br>Akros<br>Advisor e<br>Valutatore |
| ENI 1            | <i>IPO Offerta Globale</i>                   | Rothschild,<br>Eptaconsors | Rothschild  | IMI,<br>Credit Suisse<br>First Boston |                            | Rothschild<br>Advisor e<br>Valutatore  |
| <b>Anno 1996</b> |  |                            |   |                                       |                            |  |
| INA 3            | <i>Prestito Obbligazionario Convertibile</i> | Schroders                  | Fox Pitt<br>Kelton  | Goldman<br>Sachs,<br>IMI              |                            |  |
| IMI 3            | <i>Cessione ai blocchi<sup>122</sup></i>     |                            | Credit Suisse<br>First Boston                             | IMI,<br>SBC<br>Warburg                |                            |  |
| ENI 2            | <i>Offerta Globale</i>                       | Rothschild                 | Rothschild  | IMI,<br>Credit Suisse<br>First Boston |                            | Rothschild<br>Advisor e<br>Valutatore  |

<sup>122</sup> *Marketed block trade* .

| (1)                          | (2)   | (3)                                       | (4)  | (5)                                 | (6)                        | (7)   |
|------------------------------|---|---|--|-------------------------------------|----------------------------|---|
| Società                      | Tipo di transazione                         | Advisor                                   | Valutatore   | Global Coordinator                  | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi  |
| <b>Anno 1997</b>             |   |   |  |                                     |                            |   |
| San Paolo di Torino          | <i>Offerta Globale</i>                      | Schroders, Vitale Borghesi <sup>123</sup> | Schroders  | San Paolo di Torino, Morgan Stanley |                            | Schroders Advisor e Valutatore  |
| Banco di Napoli 1            | <i>Procedura competitiva</i>                | Rothschild                                | Rothschild   |                                     | Rothschild                 | Rothschild Advisor, Valutatore e Collocatore <sup>124</sup>                     |
| ENI 3                        | <i>Offerta Globale</i>                      | Rothschild                                | Rothschild   | IMI, Credit Suisse First Boston     |                            | Rothschild Advisor e Valutatore   |
| Telecom Italia 1             | <i>Offerta Globale e Trattativa diretta</i> | Euromobiliare, Morgan Stanley             | Euromobiliare, Morgan Stanley                          | Mediobanca, Barclays de Zoete Wedd  |                            | Euromobiliare Advisor e Valutatore, Morgan Stanley Advisor e Valutatore         |
| SEAT                         | <i>Procedura competitiva</i>                | Lehman Brothers                           | SBC Warburg, Morgan Guaranty Trust of N.Y. - JP Morgan |                                     | Lehman Brothers            | Lehman Brothers Intermediario e Consulente Finanziario Globale                  |
| <b>Anno 1998</b>             |   |   |  |                                     |                            |   |
| ENI 4                        | <i>Offerta Globale</i>                      | ABN Amro Rothschild                       | ABN Amro Rothschild                                    | IMI, Credit Suisse First Boston     |                            | ABN Amro Rothschild Advisor e Valutatore  |
| Banca Nazionale del Lavoro 1 | <i>Offerta Globale e Trattativa diretta</i> | JP Morgan                                 | JP Morgan, Deloitte & Touche                           | BNL, Mediobanca, Schroders          |                            | JP Morgan Advisor e Valutatore  |
| <b>Anno 1999</b>             |   |   |  |                                     |                            |   |
| ENEL1                        | <i>IPO Offerta Globale</i>                  | Dresdner Kleinwort Benson                 | Dresdner Kleinwort Benson                              | Mediobanca, Merrill Lynch           |                            | Dresdner Kleinwort Benson Advisor e Valutatore                                  |
| UNIM                         | <i>Adesione all'OPA<sup>125</sup></i>       | Schroders                                 | Schroders  | Fox Pitt Kelton                     |                            | Schroders Advisor e Valutatore  |
| Mediocredito Centrale        | <i>Trattativa diretta</i>                   | JP Morgan, Credit Suisse First Boston     | JP Morgan, Credit Suisse First Boston                  |                                     |                            | JP Morgan Advisor e Valutatore, Credit Suisse First Boston Advisor e Valutatore |

<sup>123</sup> Vitale Borghesi è Consulente del solo Ministero del Tesoro; gli altri incarichi di consulenza sono relativi alla parte venditrice nel suo complesso, che include gli altri azionisti pubblici (Ferrovie dello Stato S.p.A. ed Ente Banca Nazionale delle Comunicazioni).

<sup>124</sup> Il cumulo di incarichi in capo a Rothschild Italia S.p.A. è previsto dall'art. 7 del Decreto del Ministro del Tesoro del 14 ottobre 1996, a norma del quale l'aggiudicazione è avvenuta sulla base dell'offerta più alta, a condizione che il prezzo fosse giudicato congruo dal consulente incaricato dal Tesoro, in base alla valutazione effettuata dal consulente stesso.

<sup>125</sup> L'adesione all'OPA ha permesso al Ministero di minimizzare i costi connessi alla dismissione della propria quota di partecipazione al capitale della Società, evitando il pagamento di commissioni di collocamento.

| (1)                          | (2)                               | (3)                 | (4)                             | (5)                | (6)                             | (7)  |
|------------------------------|-----------------------------------|---------------------|---------------------------------|--------------------|---------------------------------|--|
| Società                      | Tipo di transazione               | Advisor             | Valutatore                      | Global Coordinator | Intermediario/ Collocatore      | Cumulo incarichi   |
| <b>Anno 2000</b>             |                                   |                     |                                 |                    |                                 |  |
| Credito Industriale Sardo    | <i>Trattativa diretta</i>         | Rothschild          | Rothschild, Gallo & C.          |                    |                                 | Rothschild Consulente Finanziario Globale e Valutatore                       |
| Meliorbanca                  | <i>Trattativa diretta</i>         | KPMG Consulting     | KPMG Consulting                 |                    |                                 | KPMG Consulting Consulente Finanziario Globale e Valutatore                  |
| Mediocredito Lombardo        | <i>Trattativa diretta</i>         | Rothschild          | Rothschild                      |                    |                                 | Rothschild Consulente Finanziario Globale e Valutatore                       |
| Banco di Napoli 2            | <i>Adesione OPA<sup>126</sup></i> | Rothschild          | Rothschild, Arthur Andersen MBA |                    |                                 | Rothschild Consulente Finanziario Globale e Valutatore                       |
| <b>Anno 2001</b>             |                                   |                     |                                 |                    |                                 |  |
| ENI 5                        | <i>Accelerated Bookbuilding</i>   | ABN Amro Rothschild | ABN Amro Rothschild             |                    | IMI, Credit Suisse First Boston | ABN Amro Rothschild Consulente Finanziario Globale e Valutatore              |
| San Paolo IMI                | <i>Cessione sul mercato</i>       | Société Générale    | Société Générale                |                    | IMI                             | Société Générale Advisor e Valutatore <sup>127</sup>                         |
| Beni Stabili S.p.A.          | <i>Cessione sul mercato</i>       | Société Générale    | Société Générale                |                    | IMI                             | Société Générale Advisor e Valutatore <sup>8</sup>                           |
| Mediocredito Centrale        | <i>Trattativa diretta</i>         | Société Générale    | Société Générale                |                    | Société Générale                | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| Banca Nazionale del Lavoro 2 | <i>Cessione sul mercato</i>       | Société Générale    | Société Générale                |                    | IMI                             | Société Générale Advisor e Valutatore <sup>8</sup>                           |
| Mediocredito dell'Umbria     | <i>Trattativa diretta</i>         | Société Générale    | Société Générale                |                    | Société Générale                | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |

<sup>126</sup> L'adesione all'OPA ha permesso al Ministero di minimizzare i costi connessi alla dismissione della propria quota di partecipazione al capitale della Società, evitando il pagamento di commissioni di collocamento.

<sup>127</sup> Société Générale: in seguito all'espletamento di gara europea il Ministero dell'economia e delle finanze ha conferito a Société Générale l'incarico di consulenza e assistenza in relazione all'analisi del processo di dismissione e valutazione delle partecipazioni detenute dal Tesoro in undici banche S.p.A., prevedendo un compenso onnicomprensivo pari a euro 805.672,76 (671.393,97 + IVA) per l'attività di Advisor e Valutatore ed una commissione pari allo 0,15% degli introiti lordi di ciascuna transazione per l'eventuale attività di intermediazione. Le 11 istituzioni interessate sono: San Paolo IMI; Mediocredito Centrale; Mediocredito dell'Umbria; Banca Nazionale del Lavoro; Mediobenezie; Cariverona; Mediocredito Toscano; Mediocredito Fondiario Centroitalia; Mediocredito Friuli Venezia Giulia; Coopercredito.

| (1)                                | (2)                               | (3)                 | (4)   | (5)                | (6)                        | (7)  |
|------------------------------------|-----------------------------------|---------------------|---|--------------------|----------------------------|--|
| Società                            | Tipo di transazione               | Advisor             | Valutatore                                  | Global Coordinator | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi   |
| <b>Anno 2002</b>                   |                                   |                     |   |                    |                            |  |
| Cariverona                         | <i>Trattativa diretta</i>         | Société Générale    | Société Générale                            |                    | Société Générale           | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| Mediovenezie                       | <i>Trattativa diretta</i>         | Société Générale    | Société Générale                            |                    | Société Générale           | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| Mediocredito Toscano               | <i>Trattativa diretta</i>         | Société Générale    | Société Générale                            |                    | Société Générale           | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| INA - Generali                     | <i>Cessione sul mercato</i>       | Société Générale    | Société Générale                            |                    | IMI                        | Société Générale Advisor e Valutatore  |
| Mediocredito Fondiario Centroatia  | <i>Trattativa diretta</i>         | Société Générale    | Société Générale                            |                    | Société Générale           | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| Telecom Italia 2                   | <i>Accelerated Bookbuilding</i>   | ABN Amro Rothschild | ABN Amro Rothschild                         |                    | Morgan Stanley             | ABN Amro Rothschild Advisor e Valutatore                                     |
| <b>Anno 2003</b>                   |                                   |                     |   |                    |                            |  |
| Mediocredito Friuli Venezia Giulia | <i>Procedura competitiva</i>      | Société Générale    | Société Générale                            |                    | Société Générale           | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| ENEL2                              | <i>Bought deal</i> <sup>128</sup> | Lazard              |   |                    |                            |  |
| Ente Tabacchi Italiani             | <i>Procedura competitiva</i>      | Goldman Sachs       | Goldman Sachs, IMI, Deloitte <sup>129</sup> |                    | Goldman Sachs              | Goldman Sachs Advisor, Valutatore e Intermediario                            |
| ENEL                               | <i>Trasferimento ex lege</i>      |                     | Credit Suisse First Boston, Ernst & Young   |                    |                            |  |
| ENI                                |                                   |                     |   |                    |                            |  |
| Poste Italiane                     |                                   |                     |   |                    |                            |  |
| Cassa Depositi e Prestiti          | <i>Trattativa diretta</i>         |                     | JP Morgan, Deutsche Bank                    |                    | JP Morgan                  | JP Morgan Intermediario e Valutatore   |

<sup>128</sup> Vendita in blocco a investitori istituzionali.

<sup>129</sup> Goldman Sachs ha rilasciato una *fairness opinion* nell'ambito del proprio incarico di *advisor* finanziario; IMI e Deloitte hanno svolto il ruolo di Valutatori indipendenti.

| (1)               | (2)                         | (3)              | (4)                       | (5)                       | (6)                        | (7)  |
|-------------------|-----------------------------|------------------|---------------------------|---------------------------|----------------------------|--|
| Società           | Tipo di transazione         | Advisor          | Valutatore                | Global Coordinator        | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi   |
| <b>Anno 2004</b>  |                             |                  |                           |                           |                            |  |
| Coopercredito     | Trattativa diretta          | Société Générale | Société Générale          |                           | Société Générale           | Société Générale Intermediario e Consulente Finanziario Globale <sup>8</sup> |
| ENEL3             | Offerta Globale             | Lazard           | Lazard                    | Mediobanca, Merrill Lynch |                            | Lazard Advisor e Valutatore  |
| <b>Anno 2005</b>  |                             |                  |                           |                           |                            |  |
| Fime              | Procedura competitiva       | Deloitte         | Deloitte                  |                           |                            | Deloitte Advisor e Valutatore  |
| ENEL 4            | Offerta Globale             | Lazard           | Lazard                    | Mediobanca, Merrill Lynch |                            | Lazard Advisor e Valutatore  |
| Telecom It. Media | Adesione OPA <sup>130</sup> |                  |                           |                           |                            |  |
| Alitalia          | Cessione diritti di opzione | Merrill Lynch    | Merrill Lynch, Rothschild |                           | Deutsche Bank              | Merrill Lynch Advisor e Valutatore   |
| <b>Anno 2008</b>  |                             |                  |                           |                           |                            |  |
| Finmeccanica      | Cessione diritti di opzione |                  | CitiGroup                 |                           | Mediobanca, Goldman Sachs  |  |

<sup>130</sup> Considerata la modesta partecipazione del MEF, l'adesione all'OPA ha permesso al Ministero di massimizzare gli introiti connessi alla dismissione della propria marginale quota di partecipazione al capitale della Società, evitando il sostenimento di costi connessi a servizi di *advisory* e valutazione.

**Prospetto N Privatizzazioni effettuate dall'IRI dalla data di trasformazione in S.p.A.**

| (1)                        | (2)                                     | (3)                    | (4)                    | (5)                                 | (6)                        | (7)                             |
|----------------------------|---|------------------------|------------------------|-------------------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| Società                    | Tipo di transazione                     | Advisor                | Valutatore             | Global Coordinator                  | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi                |
| <b>Anno 1993</b>           |   |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| Fin. Italgel               | <i>Procedura competitiva</i>            | Wasserstein Perella    | Pasfin                 |                                     |                            |                                 |
| Fin. CBD                   | <i>Procedura competitiva</i>            | Wasserstein Perella    | Pasfin                 |                                     |                            |                                 |
| Credito Italiano           | <i>Offerta Globale</i>                  | Merril Lynch           | JP Morgan              | Credito Italiano / Goldman Sachs    |                            |                                 |
| B. Roma                    | <i>Esercizio Warrant</i>                |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| Stet                       | <i>Esercizio Warrant</i>                |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| <b>Anno 1994</b>           |   |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| Banca Commerciale Italiana | <i>Offerta Globale</i>                  |                        | JP Morgan              | Comit / Lehman Brothers             |                            |                                 |
| Acciai Speciali Terni      | <i>Trattativa Privata</i>               | Barclays de Zoete Wedd | Pasfin                 |                                     |                            |                                 |
| SME                        | <i>Procedura competitiva</i>            | Wasserstein Perella    | Sofipa                 |                                     |                            |                                 |
| STET                       | <i>Esercizio Warrant</i>                |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| B. Roma                    | <i>Esercizio Warrant</i>                |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| <b>Anno 1995</b>           |   |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| ILVA Laminati Piani        | <i>Trattativa Privata</i>               | IMI                    | Pasfin, Samuel Montagu |                                     |                            |                                 |
| SME 2                      | <i>Adesione OPA</i>                     | Wasserstein Perella    | Pasfin                 |                                     |                            |                                 |
| STET                       | <i>Esercizio Warrant</i>                |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| <b>Anno 1996</b>           |   |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| SME 3                      | <i>OPA residuale</i>                    | Wasserstein Perella    | Pasfin                 |                                     |                            |                                 |
| Fin. Autogrill             | <i>OPA residuale</i>                    | Wasserstein Perella    | Pasfin                 |                                     |                            |                                 |
| Acciai Speciali Terni      | <i>Incasso conguaglio</i>               |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| STET                       | <i>Esercizio Warrant</i>                |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| <b>Anno 1997</b>           |   |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| Banca Commerciale Italiana | <i>Cessione sul mercato Bonus Share</i> |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| Credito Italiano           | <i>Cessione sul mercato Bonus Share</i> |                        |                        |                                     |                            |                                 |
| B. Roma                    | <i>Offerta Globale</i>                  | Rothschild             | Rothschild             | Mediobanca, Schroders Goldman Sachs |                            | Rothschild Advisor e Valutatore |

| (1)               | (2)   | (3)              | (4)                       | (5)   | (6)                        | (7)   |
|-------------------|---|------------------|---------------------------|---|----------------------------|---|
| Società           | Tipo di transazione                         | Advisor          | Valutatore                | Global Coordinator  | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi  |
| <b>Anno 1998</b>  |   |                  |                           |   |                            |   |
| B. Roma           | <i>Prest. Obbl. Conv.</i>                   |                  |                           |   |                            |   |
| Alitalia          | <i>Offerta istituzionale</i>                | Rothschild       | Rothschild                | IMI, Salomon Smith Barney                                   |                            | Rothschild Advisor e Valutatore                             |
| <b>Anno 1999</b>  |   |                  |                           |   |                            |   |
| Aeroporti di Roma | <i>Trasferimento ex lege</i>                | Lehman Brothers  |                           |   |                            |   |
| Autostrade        | <i>Offerta Globale e Trattativa diretta</i> | IMI, Schrodgers  | IMI, Schrodgers, Paribas  | Comit, Warburg Dillon Read                                  |                            | IMI Advisor e Valutatore<br>Schrodgers Advisor e Valutatore |
| B. Roma           | <i>Esercizio Warrant</i>                    |                  |                           |   |                            |   |
| Stoa              | <i>Trattativa Privata</i>                   | n.d.             | n.d.                      |   |                            |   |
| <b>Anno 2000</b>  |   |                  |                           |   |                            |   |
| Finmeccanica      | <i>Offerta Globale</i>                      | Goldman Sachs    | Lehman Brothers           | Mediobanca, Merrill Lynch, Schrodgers, Salomon Smith Barney |                            |   |
| Aeroporti di Roma | <i>Procedura competitiva</i>                | Lehman Brothers  | AFV Milla, Banca Leonardo |   |                            |   |
| Tirrenia          | <i>Trattativa Privata</i>                   | Cofiri.          | Mediobanca                |   |                            |   |
| Finmeccanica      | <i>Esercizio warrant</i>                    |                  |                           |   |                            |   |
| Autostrade        | <i>Cessione sul mercato Bonsu Share</i>     |                  |                           |   |                            |   |
| B. Roma           | <i>Prest. Obbl. Conv.</i>                   |                  |                           |   |                            |   |
| <b>Anno 2001</b>  |   |                  |                           |   |                            |   |
| Cofiri            | <i>Procedura competitiva</i>                | Lazard.          | Arthur Andersen MBA       |   |                            |   |
| Sasa              | <i>Procedura competitiva</i>                | Société Générale | n.d.                      |   |                            |   |
| Sasa Vita         | <i>Procedura competitiva</i>                | Société Générale | n.d.                      |   |                            |   |
| IRI Management    | n.d.  | n.d.             | n.d.                      |   |                            |   |

### Prospetto O Privatizzazioni effettuate da Fintecna S.p.A.

| (1)                   | (2)   | (3)                                    | (4)                               | (5)                | (6)                        | (7)  |
|-----------------------|---|--|-----------------------------------|--------------------|----------------------------|--|
| Società               | Tipo di transazione                               | Advisor                                | Valutatore                        | Global Coordinator | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi                                     |
| <b>Anno 2002</b>      |   |  |                                   |                    |                            |  |
| Castel Romano         | <i>Trattativa Diretta</i>                         | Cofiri                                 | REAG - Real Estate Advisory Group |                    |                            |  |
| <b>Anno 2003</b>      |   |  |                                   |                    |                            |  |
| Italeco               | <i>Procedura competitiva</i>                      | Ernst Young Financial Business Advisor | RM Consulenti                     |                    |                            |  |
| Nuovi Servizi Tecnici | <i>Procedura competitiva e Trattativa Diretta</i> | KPMG Business Advisory Services        | CFN                               |                    |                            |  |
| Edindustria           | <i>Trattativa Diretta</i>                         | KPMG Business Advisory Services        | KPMG Business Advisory Services   |                    |                            | KPMG Business Advisory Services Advisor e Valutatore |
| <b>Anno 2004</b>      |   |  |                                   |                    |                            |  |
| Novisi                | <i>Trattativa Diretta</i>                         |  | REAG - Real Estate Advisory Group |                    |                            |  |
| <b>Anno 2005</b>      |   |  |                                   |                    |                            |  |
| Novisi                | <i>Esercizio opzione call</i>                     |  | REAG - Real Estate Advisory Group |                    |                            |  |
| <b>Anno 2007</b>      |   |  |                                   |                    |                            |  |
| Veneta Traforo        | <i>Trattativa Diretta</i>                         | Mediobanca                             | Reconta Ernst & Younh             |                    |                            |  |

### Prospetto P Privatizzazioni effettuate da ENI S.p.A

| (1)              | (2)                          | (3)         | (4)                   | (5)                      | (6)                        | (7)              |
|------------------|------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------------|----------------------------|------------------|
| Società          | Tipo di transazione          | Advisor     | Valutatore            | Global Coordinator       | Intermediario/ Collocatore | Cumulo incarichi |
| <b>Anno 1993</b> |                              |             |                       |                          |                            |                  |
| Nuovo Pignone    | <i>Procedura competitiva</i> | IMI         | UBS Banca Commerciale |                          |                            |                  |
| <b>Anno 1998</b> |                              |             |                       |                          |                            |                  |
| Saipem           | <i>Offerta Globale</i>       | SBC Warburg | n.d.                  | Banca IMI, Goldman Sachs |                            |                  |

### **Appendice III: Le tappe della privatizzazione bancaria<sup>131</sup>**

Le fondazioni bancarie hanno origine dalle antiche casse di risparmio le quali erano associazioni private nate in Italia agli inizi del XIX secolo quando si manifestò il bisogno di sostenere lo sviluppo produttivo dei ceti medio-piccoli dopo le disastrose guerre napoleoniche e di raccogliere i flussi di liquidità derivanti dalla nascente rivoluzione industriale.

L'attività delle casse di risparmio (nate su iniziativa prevalentemente privata) era diversa dall'attività bancaria vera e propria poiché le casse, raccogliendo capitali con una sottoscrizione iniziale e poi con successivi depositi, svolgevano attività di assistenza e beneficenza mediante elargizione di beni indirizzati gratuitamente verso i ceti più umili.

Con lo Stato unitario le casse di risparmio si trasformano in enti pubblici a causa della generale diffidenza dello Stato nei confronti di qualunque istituzione non lucrativa.

Le casse di risparmio, dunque, nate per iniziativa privata, per motivi politici e giuridici subiscono un primo processo di pubblicizzazione. Dall'abrogato Codice civile del 1865 e dalla legislazione speciale emerge che le casse di risparmio erano qualificate solo formalmente come "enti morali" mentre, in realtà, erano assimilate agli enti pubblici in per la funzione creditizia svolta. Il patrimonio delle casse, infatti, è un bene comune che nasce dall'apporto di una moltitudine di risparmiatori, per cui gli interessi contrapposti degli utenti-consumatori facilmente si contrappongono a quelli dei titolari dell'iniziativa.

Tutte le leggi che si susseguirono a partire dalla legge 15 luglio 1888, n. 5546 (dedicata alle casse di risparmio), seguita dalla legge 17 luglio 1890, n. 6972 (relativa alle istituzioni di assistenza e di beneficenza), da quella del 1926 e soprattutto dalla legge bancaria del 1936 (r.d.l. 12 marzo 1936, n. 375, convertita in legge 7 marzo 1938, n. 141) si fondavano sui principi: del riconoscimento della personalità giuridica di diritto pubblico, della valenza pubblicistica dell'attività bancaria, nonché su di un assetto costituito da un insieme di penetranti e assidui controlli e autorizzazioni statali per meglio salvaguardare gli interessi generali.

Il 1990 ha segnato l'avvio del cambiamento, quando è emersa la necessità di trasformare l'intero sistema bancario italiano per aggiornarlo rispetto alla cosiddetta "unità economica europea" che si andava delineando. Infatti l'Italia doveva affrontare l'apertura dei propri mercati ai partner europei. All'epoca, più della metà degli enti creditizi erano di diritto pubblico; ad essi si affiancavano le casse di risparmio, delle quali era però difficile perfino ricostruirne la proprietà.

L'allora Governatore della Banca d'Italia (Carlo Azeglio Ciampi) trovò la soluzione per rendere le banche più appetibili per gli investitori stranieri: separare in due diverse entità le funzioni di diritto pubblico e quelle imprenditoriali. La legge-delega Amato-Carli n. 218 del 1990 dispose che gli enti bancari diventassero società per azioni, sotto il controllo di fondazioni, le quali successivamente avrebbero dovuto collocare le proprie azioni sul mercato.

In quell'anno sono stati varati due importanti provvedimenti normativi: la legge delega 30 luglio 1990, n. 218, recante "disposizioni in materia di ristrutturazione ed integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico", (c.d. Legge Amato), e il successivo d.lgs. 20 novembre 1990 n.356,

---

<sup>131</sup> Fonti normative: legge delega n. 218 del 1990; Decreto legislativo di attuazione n. 356 del 1990; legge delega n. 461 del 1998; Decreto legislativo di attuazione n. 153 del 1999; legge n. 448 del 2001; legge n. 112 del 2002 (norma di interpretazione autentica).

recante "disposizioni per la ristrutturazione e per la disciplina del gruppo creditizio". La normativa di riforma in questione, ha previsto la trasformazione in società per azioni delle Casse di risparmio, le Banche del Monte, gli Istituti di credito di diritto pubblico e gli Istituti di Credito speciale.

Con la riforma Amato, come già detto, ci si è dunque trovati di fronte a due soggetti distinti: la Banca S.p.A. che, proseguendo la funzione creditizia dell'ente originario, si liberava di quelle finalità sociali accessorie di assistenza e beneficenza e la Fondazione bancaria o "Ente conferente", rivestita di una qualificazione pubblicistica, che diventava, sostanzialmente, uno strumento di conservazione del controllo pubblico sulle banche, con scopi istituzionali di interesse pubblico e di utilità sociale nei settori della ricerca scientifica, dell'istruzione, dell'arte e della sanità e con un ruolo attivo, dunque, nel settore "non profit". Ai sensi dell'art. 3 del d.lgs. 356/90, all'ente conferente era fatto obbligo di cessare l'esercizio dell'attività bancaria, e di limitarsi ad amministrare la propria partecipazione azionaria. Dette fondazioni si sarebbero dovute, quindi, limitare solamente a percepire le rendite della partecipazione azionaria.

La legislazione del 1990 ha realizzato una privatizzazione solo formale, ed infatti venne mantenuto il controllo pubblico (diretto o indiretto) sul pacchetto di maggioranza, anche allo scopo di impedire una potenziale penetrazione straniera nel settore. La legge delega del 1990 configura le fondazioni bancarie come holding pubbliche che gestiscono il pacchetto di controllo della banca partecipata ma non possono esercitare attività bancaria; i dividendi sono intesi come reddito strumentale ad un'attività istituzionale (quella indicata nello statuto, che deve perseguire "fini di interesse pubblico e di utilità sociale", prevalentemente nei settori della ricerca scientifica, dell'istruzione, dell'arte e della sanità) che comunque mira alla originale finalità di tutela delle categorie sociali più deboli. Quanto sopra può facilmente evincersi dalla lettura dell'art. 11, II comma, del d.lgs. 356/90 che ha espressamente stabilito: " A tali enti, che hanno piena capacità di diritto pubblico e privato, continuano ad applicarsi le disposizioni di legge relative alle procedure di nomina degli organi amministrativi e di controllo nonché le procedure previste per le modificazioni statuarie".

Nella prima fase (1990-1997), prevale, quindi, un'ambiguità di fondo: attività bancaria e finalità istituzionali sono ancora piuttosto confuse, anche perché le fondazioni bancarie da un lato devono controllare la banca (dalla quale derivano e che ha scopi di lucro) e dall'altro devono perseguire scopi non di lucro, cioè di pubblica utilità.

L'evoluzione normativa degli anni seguenti mira proprio ad eliminare questa confusione: un sistema misto di incentivi e vincoli mette in moto il mercato, nonostante la regolamentazione delle attività istituzionali sia ancora carente. La c.d. Direttiva Dini del 1994 esclude la tassazione delle plusvalenze realizzate dalla dismissione dei pacchetti azionari, ed inoltre impone che le fondazioni non devono avere più del 50% del patrimonio investito in azioni.

Infatti, la Legge 23 dicembre 1998 n. 461, contenente " Delega la Governo per il riordino della disciplina civile e fiscale degli enti conferenti, di cui all'art. 11, comma 1, del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356 e della disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria", e a seguire, il d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, nonché l'Atto di indirizzo del Ministro del Tesoro Amato del 5 agosto 1999, hanno operato profonde trasformazioni riformando la disciplina civile e fiscale degli enti conferenti.

La legge 461/98 oltre a proporre le strutture decisionali e di controllo delle Fondazioni, prevede che queste ultime perseguano scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico, in diverse forme operative. Destina, inoltre,

ai settori rilevanti almeno la metà del reddito netto della Fondazione e istituisce distinti organi di indirizzo, amministrazione e controllo. Il successivo d.lgs 153/99, in esecuzione della legge delega n. 461/98, proibisce alle fondazioni di origine bancaria di esercitare il controllo di banche, vieta attività non strumentali e impone la dismissione delle partecipazioni di controllo nelle società bancarie conferitarie entro quattro anni dall'entrata in vigore del decreto, prorogabile eccezionalmente per altri due, pena la perdita dei benefici fiscali (esenzione dalla tassazione delle plusvalenze realizzate) in caso di mancata vendita, quindi la perdita della qualifica di enti non commerciali. Il decreto attribuisce alle fondazioni la natura giuridica privata senza fini di lucro e la piena autonomia statutaria e di gestione.

A seguito delle disposizioni normative sopradette, il Ministro dell'Economia e delle Finanze, in qualità di organo di vigilanza delle fondazioni, assunse il precitato Atto di indirizzo del 2 agosto 1999 con lo scopo di fornire alle fondazioni le linee guida per l'adeguamento degli statuti ai principi della legge Ciampi.

Più in particolare l'art.2 del d.lgs. n. 153/1999 recita: "Le fondazioni sono persone giuridiche private senza fine di lucro, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale. Perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico secondo quanto previsto dai rispettivi statuti".

L'art. 6 ha previsto che, a decorrere dalla sua entrata in vigore: "le fondazioni non possono acquisire nuove partecipazioni di controllo in società diverse da quelle di cui al comma 1 (id est: le c.d. imprese strumentali) né conservare le partecipazioni di controllo già detenute nelle società stesse".

L'art. 3, comma 2 vieta espressamente alle fondazioni l'esercizio di funzioni creditizie.

Sotto il profilo organizzativo, è previsto che gli statuti debbano contemplare organi distinti per l'esercizio delle funzioni d'indirizzo, di amministrazione e di controllo.

L'art. 25, poi ha previsto che la dismissione da parte delle fondazioni del 51% del capitale delle S.p.A. debba avvenire in un termine massimo di quattro anni, pena la perdita delle numerose agevolazioni fiscali sui trasferimenti delle azioni, sugli scorpori aziendali e sulla tassazione dei dividendi.

Sempre l'art. 25 pone il divieto di detenere partecipazioni di controllo di imprese non strumentali ai settori istituzionali di utilità sociale.

Su quest'ultimo punto, tuttavia, è intervenuto di recente il d.lgs. 24 giugno 2003, n. 143, convertito nella legge 1 agosto 2003, n. 212, il cui art. 4 ha prorogato il periodo quadriennale originariamente previsto dalla d.lgs. n. 153/1999 fino al 31 dicembre 2005.

Con queste previsioni il legislatore ha voluto avviare la fase di privatizzazione sostanziale del settore bancario.

E infatti all'art. 19 si legge: "per quanto non previsto dalla legge di delega e dal presente decreto, alle fondazioni si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni degli art. 12 e seguenti e 2501 e seguenti del codice civile". Anche se continuano a esservi ambiguità come quella contenuta nell'art. 2, che prevede riferimenti sia all'utilità sociale che alla promozione dello sviluppo economico: che può apparire come una sorta di anima imprenditoriale in capo agli enti in parola.

Ulteriore tappa significativa è rappresentata dalla legge 28 dicembre 2001, n. 448, il cui art. 11 ha introdotto ulteriori rilevanti modifiche e dal nuovo regolamento Tremonti sulle Fondazioni bancarie, adottato con decreto 2 agosto 2002, n. 217 ed in vigore del 16 ottobre 2002.

Nel complesso questi provvedimenti normativi, hanno ribadito e rinforzato l'obiettivo di favorire la fuoriuscita delle fondazioni dalle banche, così da separare nettamente le sfere di interesse delle due diverse organizzazioni.

La riforma dal punto di vista funzionale ha stabilito che l'attività istituzionale delle fondazioni è in rapporto prevalente con il territorio, inoltre che aumentano i settori ammessi nell'ambito dei quali ogni fondazione può scegliere un massimo di tre settori rilevanti che non possono essere modificati prima di tre anni. Ai sensi dell'art. 11, comma 3,: "Le fondazioni, in rapporto prevalente con il territorio, indirizzano la propria attività esclusivamente nei settori ammessi e operano in via prevalente nei settori rilevanti, assicurando, singolarmente e nel loro insieme, l'equilibrata destinazione delle risorse e dando preferenza ai settori a maggiore rilevanza sociale". Un altro aspetto rilevante è quello contenuto nel medesimo articolo al comma 4, relativo alla "previsione nell'ambito dell'organo di indirizzo, di una prevalente e qualificata rappresentanza degli enti, diversi dallo Stato, di cui all'art. 114 della Costituzione, idonea a rifletterne le competenze nell'ambito dei settori ammessi in base agli articoli 117 e 118 della Costituzione...", e quindi composto da una rappresentanza di regioni, province, comuni, città metropolitane e da soggetti di chiara fama con competenze nei settori di intervento delle fondazioni. Previsione, quest'ultima, poi specificata in dettaglio dal successivo d.m. di attuazione n. 217 del 2002 ma poi assoggettata alla mannaia della Corte Costituzionale.

Si segnalata, inoltre, l'introduzione, ai sensi dell'art. 11, comma 8 della legge 448/2001, dell'alternativa di affidare la gestione delle partecipazioni a Società di gestione del risparmio (c.d. SGR). In tal caso la dismissione della partecipazione di controllo, fissata per il 2003, potrà slittare sino al 2006. Per selezionare le Società di gestione del risparmio a cui le fondazioni dovranno affidare le partecipazioni bancarie, saranno svolte procedure competitive.

Peraltro, il decreto ministeriale n. 217 del 2002 agli art. 3,4 e 5, ha ulteriormente specificato la portata della normativa di riforma, stabilendo, con maggiore dettaglio della prima, modalità e criteri di destinazione del reddito nei settori rilevanti ed in subordine nei settori ammessi.

Si segnala inoltre il regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze del 18 maggio 2004 n. 150 che ha sostituito il precedente regolamento n. 127 del 2002. Questo regolamento ha valorizzato maggiormente i profili di autonomia delle fondazioni ed in particolare ha attribuito una maggiore discrezionalità nella scelta dei settori in cui operare (nell'ambito dei settori ammessi l'ente può sceglierne fino ad un massimo di cinque anziché tre). L'atto di scelta tra settori, poi, potrà essere effettuato o in via statutaria o con atto deliberato dall'organo competente secondo lo statuto, con obbligo di comunicazione all'Autorità di vigilanza. E' possibile inoltre aumentare la discrezionalità nella distribuzione del reddito, poiché scompare il vincolo contenuto nel precedente regolamento n. 217 a ripartire il reddito tra i settori rilevanti "in misura equilibrata e secondo un criterio di rilevanza sociale". Col nuovo regolamento viene ridimensionata la presenza degli enti territoriali nella composizione dell'organo d'indirizzo, fortemente voluta dal precedente ministro Tremonti.

L'illustrazione del quadro normativo evidenzia come La natura giuridica delle Fondazioni bancarie sia stata a lungo oggetto di dibattito. Formalmente entità autonome senza fini di lucro, a cui è stato affidato un capitale i cui proventi possono essere utilizzati per finanziare attività di interesse pubblico, esse di fatto svolgono una funzione di controllo di un'attività commerciale. Risulta quindi controversa la *ratio* sottostante al significativo beneficio fiscale in termini di tassazione dei dividendi. Gli emendamenti del 1993 alla legge introdussero

ulteriori incentivi fiscali per incoraggiare le fusioni nazionali ed internazionali fino a cinque anni dall'operazione di fusione.

In ogni caso, però, a partire dal 2003, a seguito della sentenza n. 300 della Corte Costituzionale<sup>132</sup>, sulla natura giuridica delle Fondazioni non dovrebbero sussistere più dubbi. Infatti, il giudice delle leggi ha escluso che le fondazioni di origine bancaria e la loro attività possano rientrare in una nozione, per quanto lata sia, di pubblica amministrazione in senso soggettivo e oggettivo. Ad avviso della Corte costituzionale, infatti, dopo il d. lgs. 153 del 1999<sup>133</sup> questo presupposto non è più sostenibile. La loro definizione quali persone giuridiche private, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale; il riconoscimento del carattere dell'utilità sociale agli scopi da esse perseguiti; la precisazione, contenuta nell'art. 2, comma 1, lettera a), della legge 461 del 1998, che, quali che siano le attività effettivamente svolte dalle fondazioni, "restano fermi compiti e funzioni attribuiti dalla legge ad altre istituzioni", innanzi tutto agli enti pubblici, collocano – anche in considerazione di quanto dispone ora l'art. 118, quarto comma della Costituzione – le fondazioni di origine bancaria tra i soggetti dell'organizzazione delle "libertà sociali" (sentenza n. 50 del 1998 della stessa Corte Costituzionale), e non delle funzioni pubbliche, ancorché entro limiti e controlli compatibili con tale loro carattere.

---

<sup>132</sup> Sentenza 24-29 settembre 2003, n. 300, Presidente Chieppa, Redattore Zagrebelsky.

<sup>133</sup> D. lgs. 17 maggio, 1999, n. 153, recante "Disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti di cui all'articolo 11, comma 1, del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, e disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria, a norma dell'articolo 1 della legge 23 dicembre 1998, n. 461...".

#### **Appendice IV: Privatizzazioni e liberalizzazioni nelle valutazioni delle Autorità Indipendenti**

La vendita di partecipazioni, sia dirette che indirette, se relative a quote di società operanti nel settore dei pubblici servizi (trasporti, telecomunicazioni energia etc.) è soggetta alla previsione contenuta nell'art. 1-bis, della legge 474/1994: "le dismissioni delle partecipazioni azionarie dello Stato e degli enti pubblici nelle società di cui all'art. 2, (quelle di cui si tratta) che siano state individuate con apposito decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, sono subordinate alla creazione di organismi indipendenti per la regolazione delle tariffe e il controllo della qualità dei servizi di rilevante interesse pubblico". La previa costituzione di un'autorità indipendente è però necessaria solo nel caso in cui, oltre alla cessione del controllo, siano stati riservati all'ex Ministero del Tesoro uno o più poteri speciali. Questa interpretazione è stata adottata con l'intenzione di evitare una indiscriminata proliferazione di Autorità e per garantire una maggior speditezza ai processi di alienazione delle società oggetto di privatizzazione. Di contro alcuni autori hanno fatto notare la irragionevolezza di una distinzione operata sulla presenza o meno di poteri speciali ai fini della costituzione di un'autorità indipendente, dal momento che quest'ultima può essere utile anche in ipotesi in cui lo Stato non si sia riservato alcun potere speciale.

Le autorità indipendenti si possono sinteticamente definire quali enti od organi pubblici dotati di sostanziale indipendenza dal Governo caratterizzati da autonomia organizzativa, finanziaria e contabile; dalla mancanza di controlli e di soggezione al potere di direttiva del Governo, forniti di garanzie di autonomia nella nomina, nei requisiti soggettivi e nella durata delle cariche dei vertici, ed aventi funzione tutoria di interessi costituzionali in campi socialmente rilevanti.

Estremamente interessante è **l'audizione che nel maggio 2004** l'allora Presidente **dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato** prof. Tesoro portò innanzi al Parlamento che aveva ad oggetto "**Indagine conoscitiva sulle politiche di privatizzazione**" (audizione peraltro molto attuale poiché in un recente articolo di stampa veniva riportata un'intervista al presidente dell'autorità garante per l'energia ed il gas ed alla domanda se nel settore del gas vi fossero stati cambiamenti rilevanti dall'audizione di cui sopra, il presidente rispondeva che in effetti la situazione reale non è molto cambiata).

In essa si legge: "attualmente (al maggio 2004) o perché si sono realizzate solo forme di "dismissione", intese come semplice dismissione di quote, senza alcuna perdita del controllo dell'impresa da parte della "mano pubblica", o perché solo proclamate ma mai avviate, rimangono diverse aree dell'economia nazionale con una "dominante" presenza di operatori pubblici. A tutt'oggi, infatti, restano sotto il controllo dello Stato alcune importanti imprese, tra cui Ferrovie dello Stato, Poste Italiane, ENI, ENEL, Alitalia, RAI, Anas, Enav, Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato Spa, Eur e Fintecna. A queste devono aggiungersi le società di gestione dei servizi pubblici locali (in particolare distribuzione del gas naturale, elettricità, ciclo idrico integrato, raccolta e smaltimento rifiuti), in larga parte detenuti o comunque controllate dalle amministrazioni locali."

Secondo l'Autorità, il permanere di un simile controllo non deve essere sempre valutato negativamente poiché in specifiche fasi della filiera produttiva le fasi centrali di trasmissione / trasporto può essere addirittura necessario che l'impresa conservi la natura pubblica. L'Autorità fa riferimento ai settori dell'energia (elettricità e gas), trasmissione e trasporto. I motivi da ricercarsi sono quelli dell'elevato rischio di fallimento del mercato, ma anche quello della creazione di situazioni di monopolio privato. In particolare il settore dell'energia presenta rischi

in quanto si tratta delle reti di trasmissioni necessarie e non duplicabili per il trasporto dell'energia elettrica e del gas. "In alcuni dei processi di privatizzazione già realizzati" (es. Tlc) afferma l'Autorità, "è stato privatizzato l'operatore nazionale lasciando in essere una struttura "verticalmente integrata"; in questo caso si creano delle condizioni di "monopolio di rete", con il rischio dell'uso strumentale dei "diritti di passaggio" per ostacolare la concorrenza nei mercati a monte e/o a valle anche se teoricamente liberati. In assenza di scelte radicali di separazione proprietaria tra le diverse fasi verticalmente integrate, i processi di privatizzazione e dismissione rischiano di rendere sterile nel futuro il tentativo di avviare il gioco concorrenziale tra l'ex- monopolista e i terzi nuovi entranti nei mercati potenzialmente liberalizzati. Tuttavia anche la separazione verticale (proprietaria) non sempre appare sufficiente". L'autorità rileva che il vero nodo e che separazione e regolazione non possono essere scisse, nel senso che laddove manca la prima risulta impotente la seconda.

L'Autorità prosegue poi, analizzando i processi di privatizzazione dei principali settori economici in Italia e in particolare: la telefonia fissa e quella mobile, il settore dell'energia elettrica, del gas naturale, e al settore radiotelevisivo. "Affinché gli attesi processi di privatizzazione e liberalizzazione si realizzino e perché le necessarie misure di incentivo alla concorrenza, da implementare nella fase a monte dell'approvvigionamento, siano in grado di esercitare i propri effetti sul mercato della vendita, appare necessario eliminare ogni residua possibilità, in capo all'impresa *incumbent*, di influenzare il gioco competitivo con comportamenti opportunistici nei segmenti monopolistici (trasporto internazionale, trasporto nazionale e stoccaggio).

Posto che a livello nazionale appare sempre indispensabile procedere ad una separazione verticale di tipo proprietario tra rete e resto delle attività a monte e a valle, con riferimento alle infrastrutture internazionali di trasporto di gas, si deve evidenziare la criticità rappresentata dalla posizione di Eni nell'assetto di controllo delle società estere proprietarie delle infrastrutture e/o nella disponibilità quasi esclusiva dei relativi diritti di transito. La soluzione preferibile per evitare di sterilizzare qualunque processo di privatizzazione-liberalizzazione e per incentivare potenziamenti non rinviabili, sarebbe prevedere una separazione proprietaria completa tra le attività di vendita sul mercato nazionale e quelle di trasporto internazionale".

L'audizione termina con una notazione circa la nuova disciplina sulla vendita delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici operata con la legge finanziaria 2004 che impone il passaggio da un sistema incentrato prevalentemente sull'offerta pubblica di vendita (ex art. 1, comma 2, legge 474/94) a uno basato su procedure trasparenti e non discriminatorie, finalizzate anche alla diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali" In questa maniera secondo l'autorità viene così ampliata e resa più flessibile la gamma delle tecniche a disposizione per la dismissione di imprese direttamente o indirettamente controllate dallo Stato.

Interessanti in molti punti sono le **Relazioni annuali dell'Autorità per l'energia elettrica ed il gas** delle quali, in questa sede, sono state analizzate quelle presentate dal Presidente Ortis nel **2005, 2006, e 2007**. In esse viene evidenziato con estrema chiarezza la dominanza dell'Eni sul mercato, sia per ciò che riguarda la produzione, sia le attività di importazione e stoccaggio, che le infrastrutture di approvvigionamento. L'Eni, denuncia l'Autorità da anni peraltro inascoltata, ha il potere di influenzare i prezzi e di impedire iniziative concorrenziali.

Di contro L'Eni pur avendo (e forse proprio per questo) il monopolio, non investe sufficientemente; ed infatti l'Autorità avvisa che è molto problematica la

situazione degli investimenti in tutte le fasi della filiera del gas e cioè sia quella degli approvvigionamenti e stoccaggio, sia quello delle infrastrutture di adduzione che sono tali da non garantire un "accettabile livello di sicurezza".

Altro allarme (di cui si tratta ampiamente più avanti) che da anni lancia l'Autorità, sempre inascoltata, è quella che definisce come il "gap" in termini di potere negoziale tra l'Eni e alcune fasce di consumatori/clienti e, in particolare, i piccoli consumatori comprese le famiglie. Nell'ultimo paragrafo si riporteranno le segnalazioni relative ai prezzi ed alle tariffe.

Nella relazione del 2006 il Presidente dell'Autorità riprende quanto già esposto con chiarezza ed esaustività l'anno precedente e pone nuovamente l'accento sul sostanziale monopolio detenuto dall'Eni nel settore del gas. Più precisamente si legge: "Nel settore del gas, nonostante l'avanzamento del quadro normativo e regolamentare è in progressivo peggioramento il quadro competitivo, a causa di sviluppi infrastrutturali non adeguati all'andamento della domanda e a causa della dominanza dell'Eni sul mercato." Aggiunge inoltre che la produzione nazionale è dominata dall'Eni con una quota pari all'84%, così come nelle attività di importazione e stoccaggio.

Uguualmente, secondo i risultati di una indagine dell'Autorità pubblicata all'inizio del 2006, anche il mercato della vendita finale risulta fortemente influenzato dall'Eni e la carenza di forniture autonome dal mercato internazionale costringe molte imprese a commercializzare gas della stessa Eni. Sottolinea, inoltre, che l'Eni, "nonostante tutte le segnalazioni e proposte che l'Autorità ha inviato al Parlamento ed al Governo, mantiene un ruolo dominante in ogni fase della intera filiera del gas, comprese le infrastrutture di approvvigionamento internazionale e transfrontaliere. Eni mantiene, quindi, il potere di influenzare in modo significativo i prezzi, la propensione all'ingresso sul mercato di nuovi operatori e lo svilupparsi di iniziative concorrenziali."

L'Autorità, quindi, propone una separazione proprietaria delle aziende che gestiscono monopoli tecnici da quelle che si occupano di attività soggette a competizione per loro natura. Più precisamente nella sopraccitata Relazione si legge: "In questa realtà nazionale, caratterizzata da forti criticità sul piano concorrenziale, abbiamo segnalato più volte, al Parlamento e al Governo, la necessità di introdurre sollecitamente anche per il settore gas, così come già fatto per il settore elettrico, una separazione proprietaria delle aziende che gestiscono monopoli tecnici da quelle che si occupano di libere attività in competizione, a monte od a valle della filiera. L'esperienza, derivante anche dalla specificità del mercato italiano e da soluzioni adottate in altri Paesi, dimostra che la separazione societaria è uno strumento insufficiente per garantire la piena neutralità e trasparenza delle attività di trasporto e di stoccaggio; servizi a cui debbono poter accedere tutti i concorrenti, senza nemmeno il sospetto di discriminazioni o svantaggi competitivi, non possono essere nelle mani di uno di essi, per giunta il dominante. D'altronde, Stogit, Snam Rete Gas ed i diritti di transito transfrontalieri per alimentare il nostro Paese non dovrebbero avere né parte, né relazione, né influenza alcuna rispetto agli apprezzabili 88 miliardi di metri cubi di gas che l'Eni vende annualmente in Europa. Perciò, la cessione di dette società e diritti ad un assetto proprietario che non abbia interessi contrastanti con quelli nazionali e che ne garantisca la terzietà non può presentarsi come un indebolimento dell'Eni e delle sue potenzialità di crescita; crescita invece, fortemente auspicata e possibile, nella ricerca, nella produzione, nell'approvvigionamento, nella commercializzazione e nella vendita sui più vasti mercati europei ed internazionali; mercati in crescita, dove campioni internazionali già si sviluppano, pur senza reti; dove anche i campioni nazionali possono progredire verso una dimensione da campioni europei o internazionali, senza attardarsi in una difesa ad oltranza di monopoli o privilegi nel

mercato domestico.” Secondo l’Autorità, infatti, il fabbisogno di gas del 2005 è cresciuto del 7,4% su quello del 2004, passando da 79 a 85 miliardi di m<sup>3</sup> circa. Il 40% del gas è andato alla generazione elettrica, mentre il settore industriale, servizi e le famiglie si sono divisi il restante 60%.

Altro grande problema che l’Autorità ha segnalato è quella relativa alla dipendenza dell’Italia dalle importazioni. Questa, infatti, è aumentata sensibilmente, di anno in anno, e ha superato, nel 2005, l’85% dei consumi; ed inoltre l’approvvigionamento si basa prevalentemente su fonti extracomunitarie (37% dall’Algeria, 32% dalla Russia, 6% dalla Libia).- A rafforzare il monopolio Eni è il fatto che detto approvvigionamento avviene attraverso infrastrutture di adduzione (4 gasdotti ed un rigassificatore) il cui utilizzo è controllato dall’Eni o da società estere ad essa facenti capo. Per larga parte si importa con contratti pluriennali di tipo *take or pay*, di cui poco meno del 50% di durata ultra trentennale. I contratti *spot*, di durata inferiore o uguale a un anno, coprono poco meno del 5% del totale dei volumi. Eni, quindi, rimane l’operatore largamente dominante anche nelle attività di importazione e stoccaggio.

Quanto sopra descritto si ritrova anche nella relazione del 2007 dove, in particolare nel capitolo relativo alle liberalizzazioni, mercato e concorrenza in Italia, si legge: “Nel settore del gas rimane molto problematica la situazione degli investimenti per approvvigionamenti e stoccaggi: l’offerta di capacità infrastrutturale è largamente al di sotto di quella necessaria a creare un mercato competitivo; essa è persino al di sotto di quella necessaria a garantire un accettabile livello di sicurezza. I pochi investimenti avviati (quali il rigassificatore di Rovigo, il potenziamento del metanodotto dall’Austria e alcuni stoccaggi della STOGIT) presentano tutti ritardi variamente motivati; altri, come il rigassificatore di Brindisi, appaiono rimessi in discussione. Vari progetti, tra cui alcuni rigassificatori e due nuovi importanti metanodotti, dall’Algeria via Sardegna (GALSI) e dalla Turchia via Grecia (IGI), sono ancora lontani dalla fase operativa, nonostante alcuni passi avanti di tipo procedurale o amministrativo. Il recente accordo tra Eni e Gazprom, con cui è stato avviato lo studio di fattibilità tecnico-economica di un nuovo gasdotto di collegamento tra Russia ed Europa (*South Stream*), può essere un apprezzabile contributo alla sicurezza, anche in relazione alla prevista crescita elevata dei consumi UE, a condizione che non sia motivo di ostacolo per i progetti degli altri operatori, la diversificazione degli approvvigionamenti e la concorrenza”.

Per quanto riguarda la gestione delle infrastrutture nazionali, l’Autorità, pur ritenendo indispensabile ed urgente la separazione proprietaria almeno per le attività di trasporto e stoccaggio ha approvato un Testo integrato, conforme alle Direttive UE, in materia di separazione (*unbundling*) funzionale e contabile, per le imprese che operano nei settori dell’energia elettrica e del gas. Il provvedimento, contiene disposizioni: a) per rafforzare la neutralità della gestione delle infrastrutture, essenziali per una compiuta liberalizzazione dei mercati (trasmissione, distribuzione e misura nel settore dell’energia elettrica; trasporto, distribuzione, misura, stoccaggio e rigassificazione, nel settore del gas); b) per aumentare la trasparenza dei costi; c) per migliorare le basi informative delle attività di regolazione, a tutela dei clienti finali.

“Nel settore del gas”, afferma l’Autorità, “pur in un contesto di estrema difficoltà per lo sviluppo di un mercato all’ingrosso concorrenziale, abbiamo già reso operativa una serie di codici essenziali per promuovere un funzionamento efficiente delle infrastrutture regolate: i Codici per lo stoccaggio, il trasporto, la distribuzione e la rigassificazione. L’obiettivo perseguito è quello di tutelare al meglio i nuovi entranti nel mercato e promuovere l’uso efficiente delle infrastrutture, massimizzandone la disponibilità e ottimizzandone l’impiego”.

L'Autorità ritiene, poi, che l'adozione di strumenti finanziari derivati potrà contribuire ad una miglior efficienza dei mercati all'ingrosso dell'energia elettrica e del gas. Con il recepimento delle Direttive riguardanti i mercati degli strumenti finanziari (MIFID), possono nascere e svilupparsi anche in l'Italia prodotti utili per una gestione intelligente del rischio e quindi, benefici per i consumatori finali.

Circa la già accennata riduzione del *gap* del potere negoziale, esso è ritenuto dall'Autorità un fenomeno dalle dinamiche lente; e dalle diverse ricognizioni svolte dalla stessa nel mercato al dettaglio per l'energia elettrica ed il gas naturale, ritiene che alcune fasce di consumatori/clienti non siano ancora in grado di usufruirne adeguatamente. Si tratta evidentemente dei consumatori più piccoli, comprese le famiglie: per i quali è ancora necessario mantenere un sistema transitorio di tutele. L'Autorità scrive infatti: "Le Direttive UE riconoscono la possibilità, per gli Stati membri, di adottare *schemi protettivi* non obbligatori (con entrata e uscita nella discrezione dei singoli), all'interno dei quali le forniture di energia elettrica e di gas possano prodursi sulla base di condizioni di prezzo e di qualità standardizzate e predefinite. In proposito e nelle more di un compiuto recepimento delle Direttive (previsto dal *ddl energia*), merita essere menzionato di nuovo il recente DL, con cui si stabiliscono misure minime d'accompagnamento transitorie verso un migliore assetto dei mercati energetici nazionali, coerente con le disposizioni UE e competitivo. Il DL certamente attenua, anche se non elimina completamente, le preoccupazioni che abbiamo già espresso con una segnalazione inviata il 15 maggio u.s. al Parlamento e al Governo; esso opportunamente conferma la possibilità di definire condizioni per le forniture, nel rispetto dei meccanismi di mercato e senza interferire con altri segmenti liberalizzati."

**Relativamente ai prezzi e alle tariffe** l'Autorità nella Relazione del 23 giugno 2005 afferma che i prezzi del gas erano, in generale, superiori alla media europea anche al netto delle imposte, e mostravano sensibili differenze, in funzione dei consumi, tra le diverse categorie di clienti. Nota, inoltre, che "se da un lato rispetto allo stesso periodo del 2000, anno di avvio della liberalizzazione per il gas, a fronte di un prezzo del petrolio aumentato più del 70%, l'attuale tariffa è aumentata del 2,9 % a valori correnti, ed è diminuita dell'8 % a valori costanti dall'altro la media dei costi di approvvigionamento del gas è cresciuta di meno di quanto oggi riconosciuto in tariffa e questo sta determinando una ingiusta sovra remunerazione a solo beneficio delle imprese." Inoltre, fa notare l'Autorità, in molte situazioni la scarsa competitività nel mercato ha di fatto consentito ai venditori di non trasferire adeguatamente sui clienti finali la sensibile riduzione via via determinata dalla Autorità per i costi dei servizi infrastrutturali regolati, per quelli di trasporto e distribuzione, che rilevano per il 19 per cento della tariffa di riferimento, al lordo delle imposte. Aggiunge poi che sulla tariffa finale, i costi della materia prima gravano per circa un 26%; quelli di trasporto e distribuzione per circa il 19%, e il carico fiscale per circa il 45%.

Dunque, secondo l'Autorità, esiste una ingiusta sovra remunerazione a beneficio delle imprese. Più precisamente si legge: "I prezzi sono in generale superiori alla media europea. Mentre le piccole utenze domestiche beneficiano di un gas tra i meno costosi d'Europa, l'onere del consumo per riscaldamento, individuale o collettivo, risulta del 14 per cento circa superiore alla media europea. Sono invece allineati alla media europea i valori per i consumi attorno al milione di metri cubi all'anno, ma la differenza rispetto all'Europa torna a salire per volumi superiori; un'industria, ad esempio, che consumi 10 milioni di metri cubi all'anno, paga il gas l'11 per cento in più di un suo concorrente della U.E.. Sulla tariffa, la materia prima incide per il 25,7 per cento. Tale ammontare è giudicato dall'Autorità non proporzionato agli effettivi costi di approvvigionamento del gas, che solo in parte sono correlati a quelli del petrolio." Aggiunge poi che "Va infine segnalato che le

imposte incidono sulla tariffa del gas per una percentuale robusta e superiore a quella delle tariffe elettriche. I prezzi italiani risentono, infatti, di un carico fiscale che, per chi consuma meno di 200 mila mc/anno, raggiunge il 45 per cento del prezzo finale. Su tale argomento e sull'esigenza di una ristrutturazione del prelievo fiscale (accise, IVA, addizionale regionale) gravante sui prezzi del gas e dell'elettricità, l'Autorità considera opportuno un approfondimento con il Parlamento ed il Governo, anche sulla base delle segnalazioni già in passato avanzate.”.

Nella Relazione del 2006 il presidente Ortis rileva che nel 2006 si è verificato un forte incremento dei prezzi dell'energia elettrica e del gas naturale anche all'estero. Confrontando, infatti, il 2005 con il 2004 nelle Borse europee del gas i prezzi *spot* hanno registrato incrementi compresi tra il 40 e il 70%. Questo trend al rialzo è proseguito nei primi cinque mesi del 2006, con aumenti del 50-60% rispetto ai valori dello stesso periodo del 2005. Chiaramente la dinamica dei prezzi energetici all'ingrosso si è in parte riflessa anche sui prezzi finali dell'energia elettrica e del gas e quindi all'inizio del 2006 i prezzi finali si sono collocati su livelli mediamente più alti rispetto ad un anno prima e gli aumenti sono stati più significativi per i consumatori commerciali e industriali, che non per i consumatori domestici. Il prezzo di riferimento, fissato dall'Autorità, e che i venditori sono tenuti a offrire ai piccoli consumatori, confrontato con quello dello stesso periodo del 2000, risulta in aumento del 17,9% in termini nominali e del 2,7% in termini reali. Per il periodo 2004-2005, invece, l'incremento del prezzo di riferimento è stato più contenuto, al netto delle imposte, di quello mediamente riscontrato negli altri Paesi europei.

Tale risultato è da ricollegare, secondo l'Autorità, all'introduzione di un nuovo meccanismo di indicizzazione della componente materia prima, definito dalla delibera 29 dicembre 2004, n. 248, confermata da un'importante sentenza del Consiglio di Stato (n. 217 del 21 marzo 2006) volta a meglio rispecchiare gli effettivi costi di approvvigionamento del gas e a tutelare i consumatori, senza penalizzare la potenzialità degli operatori efficienti di settore.

Nella Relazione per l'anno 2007, si legge: “il confronto fra i prezzi europei, presenta ancora significative asimmetrie. Per un consumatore domestico che utilizza circa 2200 metri cubi di gas all'anno, i prezzi finali, al netto delle imposte, presentano scostamenti positivi e negativi di oltre il 25% rispetto alla media europea. Il peso delle imposte sul prezzo lordo complessivo, per tale tipologia di consumi, è compreso tra il 5% di Regno Unito e Portogallo e il 56% della Danimarca (in Italia 36%). L'eterogeneità è altrettanto marcata per i prezzi dei consumatori industriali. Per questi ultimi, con riferimento ad un consumo annuo di poco superiore al milione di metri cubi, il peso delle imposte va da un minimo del 5% per il Portogallo a oltre il 30% per l'Austria (in Italia 14%).

Nel confronto con i principali Paesi europei, i prezzi italiani per i consumatori domestici, al 1° gennaio 2007 e netti da imposte, risultano inferiori a quelli tedeschi e superiori a quelli inglesi per tutte le classi di consumo; rispetto ai prezzi francesi e spagnoli si collocano, invece, su valori più bassi in corrispondenza dei piccoli consumatori, in linea per le classi centrali di consumo, leggermente più alti per le classi più elevate di consumo.

Con l'eccezione della prima classe di consumo (11.000 mc/anno), i prezzi italiani, netti da imposte, per gli utenti industriali si collocano sempre al di sopra dei prezzi francesi e spagnoli, mentre risultano quasi sempre inferiori ai prezzi tedeschi e inglesi”.

## Allegato 1: Bibliografia

- Banca d'Italia: "Supplementi al Bollettino Statistico, Conti finanziari". (1992, 1997-2007).
- Banca d'Italia: "Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori monetari e finanziari". (1992, 1997-2007).
- Bianchi, M., Enriques, L. (2001). Corporate Governance in Italy after the 1998 Reform: What Role for Institutional Investors?, Consob – Quaderni di Finanza, Studi e Ricerche, N. 43.
- Biais, B. e E.C. Perotti (2002). Machiavellian privatization, *American Economic Review*, 92, 240-58.
- BNP-Paribas, L. (2001). Italian Banking's Metamorphosis, *Conjoncture*, December 2001.
- Bortolotti, B. De Jong, F. Nicodano, G., Schindele, I, "Privatization and Stock Market Liquidity", *Journal of Banking & Finance* 31 (2007) 297-316.
- Bortolotti, B., e Siniscalco, D. (2004). The Challenges of Privatization: An International Analysis, Oxford, Oxford University Press.
- Cambini e Rondi (2006). Struttura finanziaria e investimenti in un'impresa regolata, *Rivista di studi e ricerche per la politica economica*. Edizioni Il Mulino, 2006.
- CEEP: Centre Européen des Entreprises à participation publique et des entreprises d'intérêt économique général.
- Chiri, S., Panetta, F. (1994) Privatizzare: Come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese, in *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali*, Contributi di Analisi Economica. Roma: Banca d'Italia.
- Confindustria (2004). Indagine conoscitiva sul processo di privatizzazione in Italia – Audizione di Confindustria alla Commissione Bilancio della Camera dei Deputati, Roma, 18 maggio 2004.
- Di Carluccio, A., Ferri, G., Frale, C., Ricchi, O. (2003). Do Privatizations Boost Household Shareholding? Evidence from Italy, mimeo.
- Ellul, A. M. Pagano (2002) Ipo Underpricing and After-market Liquidity, mimeo.
- Glosten, L. e Milgrom, P. (1985), Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, *Journal of Financial Economics*, 13, 71-100.
- Goldstein, A., e Nicoletti, G. (2003). Privatization in Italy 1993-2002: Goals, Institutions, Outcomes, and Outstanding Issues, CESifo Conference on Privatization Experiences in the EU.
- Holmstrom, B., e Tirole, J., (1993). Market liquidity and performance monitoring, *Journal of Political Economy* 101, 678-709.
- Impenna, C., Maggio, P., Panetta, F. (1995), Innovazioni strutturali nel mercato azionario: gli effetti della contrattazione continua, *BANCA D'ITALIA – Temi di Discussione del Servizio Studi* No. 248.
- Inzerillo, U., e Missori, M. (2002), The Privatization of Banks in Italy: a Success Story?, mimeo.
- Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI) (2001). Le privatizzazioni in Italia 1992-2000.

- Kim, Y, I. Ho, M. St Giles (2003) Developing Institutional Investors in People's Republic of China, World Bank Country Study Paper.
- Kyle, A., (1985), Continuous Auctions and Insider Trading, *Econometrica*, 53, 1315-1336.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R., (1999) Investor Protection and Corporate Valuation, Harvard Institute of Economic Research Working Papers 1882, Harvard - Institute of Economic Research.
- Levine, R., (1997). Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.
- Levine, R., e Zervos, S., (1998). Capital control liberalization and stock market development, *World Development*, 26, 1169-83.
- Levine, R., e Zervos, S., (1998). Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review*, 88, 537-558.
- Macchiati, A. (1999). Breve storia delle privatizzazioni in Italia: 1992-1999. Ovvero: si poteva fare meglio?, *Mercato, Concorrenza, Regole*, 3:1999, Edizioni il Mulino.
- Majnoni, G., Massa, M. (1996). Share Prices and Trading Volume: Indications of Stock Exchange Efficiency, *BANCA D'ITALIA - Temi di Discussione del Servizio Studi* No. 263.
- Meggison, W (2003) Privatization: Trend or Cycle?, *FEEM Newsletter* n.2.
- Ministero del Tesoro, (1992). Libro verde delle partecipazioni dello Stato. Roma, Poligrafico dello Stato.
- Ministero del Tesoro, (1997). Relazione al Parlamento sulle operazioni di cessione delle partecipazioni in società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato ex art. 13, co. 6, legge 474/94.
- Ministero del Tesoro, (2001). Libro Bianco sulle Privatizzazioni.
- Pagano, M. (1993), The Floation of Companies and the Stock Market: A Coordination Failure Model, *European Economic Review*, 37, 1101-1125.
- Privatization Barometer: <http://www.privatizationbarometer.it/>
- Roe, M.J. (1996), *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Shleifer, A. e Vishny, R.W. (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, 1986, vol. 94, no. 3, UChicago Press
- Zingales, L. (2008), *Lezioni dalla crisi*, presentazione distribuita in occasione del seminario tenutosi il 15 Novembre 2008 presso l'Università Commerciale Luigi Bocconi.

## Allegato 2: Glossario

|  |  |
|--|--|
| <i>Accelerated book-building</i>   | Vendita di azioni, mediante raccolta di ordini di acquisto provenienti da investitori istituzionali, che si perfeziona in tempi molto ristretti (1-3 giornate borsistiche).  |
| <i>Advisor</i>   | Consulente del venditore in materia finanziaria o legale.  |
| <i>Azionariato stabile</i>   | Gruppo di azionisti selezionati al fine di garantire una gestione stabile della società.   |
| <i>Bonus share</i>   | Attribuzione gratuita di azioni riservata a certe categorie di investitori (ad es., pubblico indistinto e dipendenti della società). La condizione per l'attribuzione è l'aver conservato per un periodo di tempo predeterminato e senza soluzione di continuità, la proprietà delle azioni acquistate nell'ambito dell'offerta pubblica.  |
| <i>Book-building</i>   | Processo di raccolta degli ordini di acquisto di azioni (con indicazione dei quantitativi richiesti e/o del prezzo) formulati dagli investitori istituzionali.   |
| <i>Bookrunner</i>  | Istituzione finanziaria che gestisce la raccolta degli ordini di acquisto di azioni provenienti dagli investitori istituzionali ( <i>bookbuilding</i> ). Solitamente tale ruolo è assolto dal <i>Global Coordinator</i> dell'operazione.   |
| <i>Comitato dei Ministri per le privatizzazioni</i>                        | Comitato composto dai Ministri che, sulla base del settore di operatività della società, esercitano di concerto i diritti dell'azionista.  |
| <i>Comitato di Consulenza Globale e di Garanzia per le Privatizzazioni</i> | Comitato istituito con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 30 giugno 1993. Il Comitato ha il compito di fornire assistenza tecnica alle Autorità preposte al programma di dismissione delle partecipazioni pubbliche, nonché di assolvere a funzioni di garanzia della trasparenza e della congruità delle procedure poste in essere dal Governo.  |
| <i>Delisting</i>   | Esclusione dalle negoziazioni, che può essere disposta su base volontaria, ovvero disposta dalle Autorità di controllo.  |
| <i>Due diligence</i>   | Procedimento di analisi legale, patrimoniale, commerciale, strategica e finanziaria sui documenti della società oggetto di cessione. Include altresì incontri dei potenziali acquirenti con il <i>management</i> della società e visite ai siti produttivi.  |
| <i>Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato</i>                        | Fondo istituito ai sensi della Legge 27 ottobre 1993, n.432 nel quale confluiscono i proventi delle privatizzazioni allo scopo di ridurre la consistenza dei titoli di Stato in circolazione. Ai sensi dell'art. 182 della L.662/96 i proventi che confluiscono nel Fondo possono essere utilizzati anche per l'acquisto di partecipazioni azionarie possedute da società delle quali il Tesoro sia unico azionista, ai fini della loro dismissione. |
| <i>Fully diluted</i>   | Il capitale che incorpora gli aumenti deliberati ma non ancora sottoscritti, al servizio di obbligazioni convertibili <i>stock option</i> , <i>warrant</i> , ecc.  |
| <i>Global Coordinator</i>  | Istituzione(i) responsabile(i) del coordinamento dell'operazione di privatizzazione (eseguita attraverso offerta globale di largo mercato) e del collocamento di titoli sul mercato azionario.   |
| <i>Green shoe</i>  | Opzione (anche denominata <i>overallotment option</i> ) riservata dal venditore ai <i>Global Coordinator</i> per l'acquisto, al prezzo dell'offerta istituzionale, di un numero aggiuntivo di azioni della società (generalmente pari al 10-15% dell'ammontare dell'offerta). Tale opzione, da esercitarsi entro un periodo di tempo predeterminato, è finalizzata alla stabilizzazione del prezzo dei titoli successivamente all'offerta globale.   |

|   |  |
|---|--|
| <i>Investitori istituzionali</i>                  | Gli investitori diversi dal pubblico dei risparmiatori (in particolare, società e fondi di investimento, fondi pensione, assicurazioni, holding di partecipazione). In Italia i soggetti appartenenti a tale categoria (investitori "professionali") sono specificatamente individuati dagli artt.100, comma 1, lett. a) e 30, comma 2 del dlgs 58/98 – T.U.F., nonché dall'art. 36, comma 3, e 31, comma 2, del Regolamento Consob n.11522 del 1998.  |
| <i>IPO Initial public offering</i>                | Collocamento di strumenti finanziari non quotati, né diffusi tra il pubblico.  |
| <i>Marketed Block Trade</i>                       | Tecnica di vendita utilizzata per la cessione in un breve periodo di tempo di azioni possedute in società quotate. La tecnica consiste nel vendere il blocco di azioni ad una o più istituzioni finanziarie, ad un certo sconto rispetto al corrente prezzo di mercato. L'istituzione finanziaria contatta gli investitori istituzionali interessati all'acquisto delle azioni, per poi procedere, a seguito di una informale e veloce raccolta degli ordini, alla fissazione del prezzo di vendita e alla allocazione delle azioni. |
| <i>Offerta globale</i>                            | Offerta azionaria rivolta al pubblico dei risparmiatori e agli investitori istituzionali.  |
| <i>Offerta a prezzo aperto</i>                    | Offerta nella quale il prezzo finale viene determinato alla chiusura del periodo di <i>book-building</i> e al termine dell'offerta riservata al pubblico, avendo preventivamente quantificato il prezzo massimo applicabile agli aderenti all'OPV. Il prezzo è pertanto il minore tra: <ul style="list-style-type: none"> <li>- il prezzo dell'offerta istituzionale;</li> <li>- il prezzo massimo (fissato tenendo conto delle condizioni di mercato nel periodo immediatamente precedente l'offerta pubblica).</li> </ul>          |
| <i>Offerta pubblica di acquisto (OPA)</i>         | Offerta regolata dal decreto legislativo n.58 del 1998.  |
| <i>Offerta pubblica di vendita (OPV)</i>          | Parte dell'Offerta globale rivolta al pubblico dei risparmiatori inclusi, eventualmente, anche i dipendenti della società oggetto di cessione.   |
| <i>Offerta pubblica secondaria</i>                | Offerta azionaria avente ad oggetto la cessione di azioni di una società già quotata.  |
| <i>PENs</i>                                       | <i>Privatization Exchangeable Notes</i> , ossia titoli obbligazionari convertibili in azioni, da collocare presso investitori istituzionali.   |
| <i>POC</i>  | Prestito obbligazionario convertibile in azioni.   |
| <i>Pubblico USA</i>                               | Categoria di investitori cui si ha accesso quando l'offerta è registrata presso la <i>Securities and Exchange Commission</i> ("SEC").  |
| <i>Rule 144A</i>                                  | Esenzione dall'obbligo di dover registrare l'offerta presso la SEC, ai sensi del <i>Securities Act</i> del 1933, al fine di poter aver accesso a particolari e qualificati investitori istituzionali statunitensi (c.d. <i>Qualified Institutional Buyers</i> ).   |
| <i>Sindacato di sottoscrizione e collocamento</i> | Gruppo di istituzioni finanziarie responsabili, secondo ruoli distinti, della sottoscrizione e del collocamento delle azioni della società.  |
| <i>Trattativa diretta</i>                         | Modalità di cessione, prevista dalla L.474/94, rivolta a potenziali acquirenti interessati ad acquisire una partecipazione rilevante del capitale della società. La trattativa è solitamente attivata a valle di una procedura competitiva volta all'individuazione di manifestazioni di interesse e di offerte di acquisto.   |
| <i>Upside</i>                                     | Margine di incremento di valore delle azioni della società.  |
| <i>Valutatore</i>                                 | Consulente incaricato di effettuare la valutazione della società oggetto di cessione e di attestare la congruità del prezzo offerto dall'acquirente a seguito della trattativa diretta, ovvero del prezzo di collocamento nel caso di offerta globale.   |

Fonte: Ministero del Tesoro del bilancio e della PE, *Libro bianco sulle privatizzazioni*, aprile 2001.