

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**Privatizzare: come?
Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese**

di S. Chiri e F. Panetta



Numero 198 - Maggio 1993

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

Privatizzare: come?
Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese

di S. Chiri e F. Panetta

Numero 198 - Maggio 1993

La serie «Temi di discussione» intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

Il lavoro fa parte del progetto di ricerca sul mercato della proprietà e del controllo delle imprese, promosso dalla Banca d'Italia. I risultati della prima fase della ricerca sono stati esposti e discussi nel corso di un seminario svoltosi presso la Sadiba (Perugia) nei giorni 19-20 marzo 1993.

COMITATO DI REDAZIONE: *GIORGIO GOMEL, EUGENIO GAIOTTI, LUIGI GUISO, DANIELE TERLIZZESE; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).*

**PRIVATIZZARE: COME? SPUNTI DA UNA RICOGNIZIONE
COMPARATA DEI CASI INGLESE E FRANCESE**

di Salvatore Chiri e Fabio Panetta (*)

Sommario

Il lavoro analizza le modalità di vendita delle imprese pubbliche ed evidenzia i nessi esistenti tra gli obiettivi stabiliti dai governi e le tecniche di dismissione, nonché tra queste ultime e i vincoli rappresentati dalla struttura dei mercati finanziari, dall'assetto istituzionale del paese, dalle caratteristiche delle imprese da vendere.

Il successo delle privatizzazioni dipende dalla credibilità dell'impegno del governo a cedere il controllo societario e a rinunciare a modifiche della regolamentazione che possano diminuire in futuro il valore dell'impresa, nonché dalle garanzie normative offerte agli azionisti di minoranza che i loro interessi saranno tutelati. La soluzione di questi problemi di fiducia si riflette anch'essa sulla scelta delle tecniche di dismissione.

In Italia il basso grado di sviluppo del mercato azionario e l'elevato peso della ricchezza finanziaria detenuta direttamente dalle famiglie rendono l'obiettivo dell'azionariato popolare una necessità più che una scelta; l'eterogeneità della situazione reddituale e patrimoniale delle imprese pubbliche suggerisce una differenziazione anche nelle caratteristiche e nelle funzioni assegnate a eventuali nuclei stabili di azionisti; l'esigenza di risolvere il problema della credibilità può rendere conveniente perseguire in misura maggiore l'azionariato popolare per le imprese operanti in settori non concorrenziali e, in occasione delle vendite mediante tranches successive, adottare strategie di vendita o assumere impegni paralleli che garantiscano il rispetto dei programmi annunciati.

Le scelte operative riguardanti le singole vendite risulterebbero più efficaci, tempestive e credibili qualora fossero accentrate, analogamente alle esperienze francese e inglese, presso un solo soggetto, dotato della necessaria autonomia decisionale.

(*) Banca d'Italia, Servizio Studi.

Indice

1.	Introduzione e principali conclusioni	p. 7
2.	Le privatizzazioni in Francia	p. 12
2.1	Le caratteristiche generali	p. 13
2.2	Gli obiettivi	p. 14
2.3	La selezione delle imprese	p. 16
2.4	Le procedure di vendita	p. 16
2.5	Le tecniche finanziarie	p. 25
3.	Le privatizzazioni nel Regno Unito	p. 26
3.1	Le caratteristiche generali	p. 26
3.2	Gli obiettivi	p. 29
3.3	La selezione delle imprese	p. 29
3.4	Le procedure di vendita	p. 34
3.5	Le tecniche finanziarie	p. 36
4.	Valutazioni di sintesi.....	p. 44
4.1	Tratti tipici e fattori di successo nei due paesi	p. 44
4.2	Tecniche, obiettivi e vincoli	p. 48
4.3	La credibilità	p. 52
5.	Osservazioni sulle privatizzazioni italiane	p. 55
5.1	Caratteristiche dell'economia italiana	p. 56
5.2	Le privatizzazioni come veicolo di diffusione del possesso azionario.	p. 58
5.3	Le procedure di vendita, le <u>golden shares</u> e i nuclei stabili	p. 59
5.4	Le tecniche di dismissione	p. 62
5.5	Le funzioni degli intermediari	p. 65
	Riferimenti bibliografici	p. 68

1. Introduzione e principali conclusioni¹

Privatizzare, nel senso proprio di trasferire il controllo di una società da un soggetto pubblico a uno privato, rappresenta una particolare modalità di riallocazione della proprietà che influisce sugli strumenti di esercizio del controllo societario e sulle stesse finalità del controllo². Queste peculiarità si riflettono sulle garanzie che il venditore e il compratore reciprocamente si accordano e sulle modalità con cui la riallocazione ha luogo. Di tali modalità si occupa questo lavoro.

L'analisi viene svolta confrontando le tecniche con cui sono state attuate le privatizzazioni in Francia e nel Regno Unito, con particolare riferimento agli aspetti organizzativi e alla sequenza delle fasi in cui si sono articolate le dismisio-

-
1. Il lavoro è stato svolto nell'ambito della ricerca sul mercato della riallocazione proprietaria. Si desidera ringraziare Fabrizio Barca, coordinatore di tale ricerca, per aver suggerito numerosi miglioramenti al testo originale. Il lavoro ha inoltre beneficiato degli incontri tenuti nel dicembre del 1992 a Parigi e a Londra con le istituzioni finanziarie Paribas, Banque Nationale de Paris, Caisse des Dépôts et Consignations, Crédit Lyonnais Investissement, Banexi, Morgan Grenfell, Kleinworth Benson Ltd., J.P. Morgan, Price Waterhouse, Lazard Brothers, S. G. Warburg. Sebbene il lavoro sia frutto di un impegno comune, i paragrafi 3 e 4 sono ascrivibili a Salvatore Chiri, i paragrafi 2 e 5 a Fabio Panetta.
 2. Il controllo pubblico risponde di norma agli obiettivi tipici del sistema politico-burocratico delegato dall'elettorato e non è soggetto alla disciplina del mercato del prodotto (vincolo di bilancio) e della proprietà (minaccia di take-over); al contrario, il controllo privato è orientato al perseguimento del profitto ed è soggetto al mercato. Casi intermedi sono molto frequenti, come in molte società operative del sistema delle partecipazioni statali in Italia. La privatizzazione di un'impresa di pubblica utilità non ne farà un'impresa privata come le altre, poiché tanto la sua redditività quanto la minaccia di scalate saranno condizionate dall'intervento pubblico.

ni. L'idea è di verificare le relazioni fra gli obiettivi stabiliti dal governo e le tecniche di vendita³, nonché fra queste ultime e i vincoli rappresentati dalla struttura dei mercati finanziari, dall'assetto istituzionale del paese, dalla natura delle imprese da dismettere⁴, dalla necessità di rendere credibile sia l'impegno del governo a cedere il controllo dell'impresa, sia quello dei nuovi soggetti controllanti a tutelare i diritti patrimoniali degli azionisti di minoranza.

La relazione fra obiettivi e modalità della cessione emerge con chiarezza in Francia, dove, ad esempio, il desiderio di sviluppare il mercato borsistico mediante la partecipazione dei piccoli risparmiatori ha indotto il governo a effettuare le cessioni con tecniche improntate alla massima semplicità, basate su offerte di vendita a prezzo fisso; la stessa tecnica è stata adottata nel Regno Unito quando è divenuto preminente l'obiettivo di sviluppare il cosiddetto "azionariato popolare". I legami riscontrati non consentono tuttavia di stabilire una corrispondenza univoca tra ciascuna modalità e i singoli obiettivi, poiché alcuni di questi ultimi, come ad esempio la massimizzazione delle entrate e l'azionariato diffuso, possono risultare tra loro confliggenti.

Nei due paesi esaminati il grado di sviluppo del mercato borsistico e degli intermediari con esso collegati ha influenzato il livello di sofisticazione delle tecniche finanziarie utilizzate; ha implicato lo svolgimento di funzioni diverse da parte degli intermediari; ha condizionato la stessa formulazione degli obiettivi, poiché in entrambi i paesi le privatizzazioni e le iniziative a loro sostegno sono state anche

3. Le principali caratteristiche delle tecniche di vendita più note sono illustrate nella tav. 1.1.

4. Per un'impostazione analoga cfr. Padoa-Schioppa (1991).

Caratteristiche delle principali tecniche di vendita

OFFERTE PUBBLICHE A PREZZO FISSO <u>(Offer for sale)</u>	I titoli vengono ceduti a tutti i risparmiatori a un prezzo unico, fissato prima dell'offerta
OFFERTE PUBBLICHE CON ASTA <u>(Tender offer)</u>	Vengono raccolte domande di acquisto a prezzi superiori a un minimo prefissato. Il prezzo che si forma è quello che consente di vendere tutti i titoli o di massimizzare le quantità vendute. <u>Asta competitiva:</u> ciascuno acquista al proprio prezzo <u>Asta marginale:</u> le vendite avvengono al prezzo minimo di aggiudicazione
BOOKBUILT-SIMULTANEOUS	Una quota delle azioni viene venduta con un'asta marginale tra gli investitori istituzionali. I restanti titoli vengono simultaneamente offerti ai piccoli risparmiatori a un prezzo fisso, inferiore al prezzo determinato in asta.
BACK-END TENDER	Gli investitori istituzionali sottoscrivono tutta l'offerta a prezzo unico. Se la domanda dei piccoli risparmiatori allo stesso prezzo supera una data soglia scatta un meccanismo di <u>claw-back</u> : viene ridotto l'ammontare assegnato agli investitori istituzionali e questi ultimi acquistano in parte a prezzo fisso, in parte con asta competitiva.
VENDITA DIRETTA	L'impresa viene ceduta a un'altra società (<u>private sale</u>) o a un gruppo di investitori istituzionali (<u>private placing</u>); il prezzo può essere negoziato o definito mediante asta. Nella cessione ai manager/dipendenti (<u>management/employee buy-out</u>) il prezzo è concordato tra le parti.

finalizzate ad accrescere la dimensione e la funzionalità dei mercati finanziari e a modificarne la struttura.

Quanto alla connessione fra assetti istituzionali e metodi di vendita, il maggiore effetto è visibile nell'organizzazione del processo decisionale, codificato per legge in Francia, lasciato alla responsabilità del governo nel Regno Unito. Tratto comune alle due esperienze è però la chiarezza nell'attribuzione della responsabilità decisionale per la gestione operativa delle singole dismissioni, affidata a un solo ministro.

L'oggetto della cessione ha condizionato anch'esso le modalità di vendita. Com'è indicato in dettaglio nei paragrafi successivi, la diversa combinazione fra dimensione aziendale, redditività e settore d'appartenenza ha influito sulle modalità dell'operazione: ad esempio, nel Regno Unito le public utilities, e in genere le aziende di maggiori dimensioni, sono state tipicamente cedute in borsa per tranches successive; al contrario, sia in Francia che nel Regno Unito le imprese di dimensioni modeste, comprese quelle caratterizzate da un'insufficiente redditività, sono state generalmente vendute con trattativa privata a un unico acquirente.

Un requisito fondamentale del processo di privatizzazione, in tutte le sue fasi, è costituito dalla credibilità. Questa si riferisce, da un lato, all'impegno del governo a cedere il controllo societario e a rinunciare a modifiche della regolamentazione che possano diminuire in futuro il valore dell'impresa; dall'altro, alle garanzie che il quadro normativo offre agli azionisti di minoranza che i loro interessi patrimoniali siano tutelati. L'assenza di questi requisiti si rifletterebbe non solo in una riduzione dei ricavi, ma anche in un possibile insuccesso delle operazioni.

In entrambi i paesi considerati sono state operate nume-

rose scelte volte a rafforzare la credibilità del governo, per esempio cedendo immediatamente la maggioranza azionaria, anche laddove cessioni parziali del controllo avrebbero consentito ricavi maggiori. La "credibilità" degli acquirenti del controllo, ossia l'insieme dei meccanismi a difesa degli azionisti di minoranza dalle iniziative del controllante che potrebbero danneggiarli, assume rilievo centrale quando si miri alla massima diffusione della proprietà. La trattazione degli strumenti di difesa dei soci di minoranza - ad esempio gli obblighi di OPA o la rappresentanza dei loro interessi nel consiglio d'amministrazione - non rientra tuttavia tra le finalità del presente lavoro ed è discussa in Barca (1993) e Bianco (1993).

In Italia le modalità di attuazione del processo di privatizzazione sono condizionate da molteplici fattori: il basso grado di sviluppo del mercato azionario e l'elevato peso della ricchezza finanziaria detenuta direttamente dalle famiglie, che rendono l'obiettivo dell'azionariato popolare una necessità più che una scelta; l'eterogeneità della situazione reddituale e patrimoniale delle imprese pubbliche, che può suggerire una differenziazione anche nelle caratteristiche e nelle funzioni assegnate a eventuali nuclei stabili di azionisti.

Nel nostro paese assumono un considerevole rilievo i problemi connessi con la credibilità degli obiettivi del governo. Essi vanno tenuti presenti nelle diverse fasi del processo di privatizzazione. In primo luogo, può essere conveniente perseguire maggiormente l'azionariato popolare per le imprese per le quali il rischio di riappropriazione dei profitti da parte dello Stato è maggiore, come ad esempio le public utilities. I costi connessi con tale obiettivo possono infatti essere compensati dai vantaggi che esso determina in termini di credibilità intertemporale degli obiettivi del governo. In secondo luogo, qualora le vendite delle imprese pubbliche avvenissero mediante tranches successive - al fine di limitare l'onere dell'underpricing alla prima operazione - può essere preferibile per il go-

verno adottare delle strategie di vendita o assumere degli impegni paralleli che garantiscano il rispetto dei programmi annunciati. Infine, può essere opportuno accentrare le decisioni operative relative alle singole vendite presso un solo soggetto, dotato della necessaria autonomia decisionale.

In obbedienza al principio generale secondo il quale non esistono tecniche di privatizzazione universalmente valide, l'obiettivo del lavoro è quello di porre in luce i problemi di maggior rilievo nell'attuazione delle dismissioni italiane. Le soluzioni proposte, pur fornendo indicazioni al riguardo, non esauriscono peraltro la gamma di quelle possibili.

Il lavoro è così organizzato: nei paragrafi 2 e 3 vengono descritte le esperienze francese e inglese, al fine di evidenziarne gli aspetti di maggior rilievo. Nel paragrafo 4, dopo una breve sintesi dei fattori che rendono le privatizzazioni inglesi e francesi validi modelli di riferimento, si riassumono i nessi riscontrati fra le tecniche adoperate e il sistema di obiettivi e vincoli che ne hanno condizionato la scelta e si definisce con maggior precisione il tema della credibilità. Nell'ultimo paragrafo, dopo aver brevemente richiamato le peculiarità del contesto italiano, si discutono alcuni criteri per individuare le modalità di vendita più appropriate per il nostro paese.

2. Le privatizzazioni in Francia

Tra i principali paesi industrializzati il processo di privatizzazioni francese assume per molteplici motivi un particolare rilievo per l'analisi delle dismissioni di imprese pubbliche italiane. In primo luogo, la Francia è caratterizzata, al pari dell'Italia, da un peso tuttora rilevante dello Stato nel sistema produttivo e da una lunga tradizione di intervento pubblico nell'economia; la sua esperienza costituisce pertanto un

case-study di notevole interesse per analizzare le modalità e i problemi di credibilità connessi con la riduzione dell'intervento diretto dello Stato. In secondo luogo, in Francia, dove è stato realizzato con successo un processo di privatizzazione imponente in un periodo di tempo limitato, all'avvio del programma di privatizzazioni la struttura del sistema finanziario appariva caratterizzata da affinità con quella del sistema italiano come, ad esempio, il peso ancora limitato, sebbene crescente, dei mercati mobiliari. Pertanto, l'individuazione dei fattori di successo delle privatizzazioni francesi può fornire utili indicazioni per l'Italia. Infine, gli obiettivi del governo francese risultano per molteplici aspetti simili a quelli enunciati dal piano di privatizzazione recentemente diffuso dal governo italiano, in particolare per quanto concerne lo sviluppo del mercato azionario e degli intermediari con esso collegati.

Al tempo stesso occorre tener presente che in Francia la gran parte delle imprese privatizzate erano state nazionalizzate solo pochi anni prima, risultavano amministrate secondo criteri di economicità e operavano nel settore creditizio e finanziario.

2.1 Le caratteristiche generali

Nel 1986 il governo liberale nominato in seguito alle elezioni politiche francesi tenute nel marzo dello stesso anno pose tra i propri obiettivi l'attuazione di un vasto processo di privatizzazioni. Le linee guida del programma furono fissate in due leggi emanate nel luglio e nell'agosto del 1986 e il processo fu avviato nel novembre dello stesso anno. La legge individuava 65 imprese pubbliche che avrebbero dovuto essere trasferite al settore privato in un periodo di 5 anni. Nessuna delle società considerate forniva servizi di pubblica utilità in regime di monopolio. Circa due terzi delle imprese appartenevano ai settori bancario e finanziario e 13 al comparto assicurativo; le rimanenti imprese operavano nel settore industriale.

Il processo si è interrotto nel maggio del 1988, in conseguenza del cambiamento di governo. Nel periodo trascorso dall'avvio del programma fu portata a termine circa la metà delle operazioni previste, relative a 31 imprese appartenenti a 14 gruppi. Nel complesso, le società privatizzate avevano oltre 500.000 dipendenti e il loro valore di borsa superava i 100 miliardi di franchi, circa un decimo della capitalizzazione complessiva della borsa di Parigi.

Tenendo conto che non sempre la totalità del capitale delle imprese era pubblico, il ricavo complessivo per lo Stato francese è ammontato a 70 miliardi di franchi, due terzi dei quali furono destinati al riacquisto di titoli pubblici a lungo termine e il resto alla ricapitalizzazione delle imprese rimaste di proprietà pubblica.

2.2 Gli obiettivi

Il programma di privatizzazioni francese, reso possibile dal cambiamento di conduzione politica avvenuto nel 1986, perseguiva fondamentalmente due obiettivi.

In primo luogo, per motivi di carattere ideologico⁵ si intendeva ridurre la presenza dello Stato nell'economia, dopo che le fasi di nazionalizzazione che si erano succedute nei decenni precedenti la avevano notevolmente accresciuta⁶: dopo le

5. In particolare, le privatizzazioni erano fondate sulla convinzione che "lo Stato non fosse il soggetto più qualificato per gestire imprese esposte alla competizione nazionale ed estera" e che nel lungo periodo un suo peso eccessivo avrebbe comportato una riduzione dell'efficienza del sistema produttivo (cfr. Blandin, 1991).

6. Le principali ondate di nazionalizzazioni erano state attuate a sostegno dello sviluppo del paese dopo la prima guerra mondiale, dopo la crisi del 1929 - quando fu nazionalizzata la Banca di Francia - e dopo il secondo conflitto mondiale. Inoltre, nel 1982 il governo socialista aveva portato nella

nazionalizzazioni avvenute nel 1982 le imprese in mano pubblica rappresentavano oltre il 22 per cento dell'intera economia. Per effetto delle privatizzazioni tale valore, pur mantenendosi elevato, si è ridotto di un terzo.

In secondo luogo, con il processo di privatizzazione il governo francese intendeva agevolare lo sviluppo, allora ritenuto insufficiente, del mercato dei capitali. Nel 1986 la capitalizzazione delle borsa di Parigi era pari a meno del 20 per cento del PIL francese, contro l'80 per cento in Inghilterra e Giappone e il 47 per cento negli Stati Uniti. Propedeutico a questo era l'obiettivo di sviluppare il cosiddetto "capitalismo popolare", favorendo la diffusione del possesso azionario nei portafogli dei piccoli risparmiatori⁷. Inoltre, lo sviluppo del mercato borsistico ha tratto giovamento dagli stimoli concorrenziali impressi al sistema creditizio francese nel 1984, quando la Legge Bancaria aveva abolito la distinzione degli intermediari in base alle attività consentite, permettendo a ciascuno di essi di svolgere tutte le attività previste⁸.

Tra gli obiettivi del governo francese non era presente quello di ripristinare condizioni di redditività né di alterare le strategie aziendali delle imprese pubbliche, ritenute generalmente soddisfacenti⁹.

(Continuazione nota 6 dalla pagina precedente)
sfera pubblica il 90 per cento delle banche francesi e numerosi grandi gruppi industriali.

7. Fra gli obiettivi di minor rilievo delle privatizzazioni occorre ricordare quello di ridurre il debito pubblico.
8. Per un'analisi della riforma del sistema creditizio francese si veda Cardilli, Pinzani e Signorini (1993).
9. Cfr. Andreff (1992).

2.3 La selezione delle imprese

Le società privatizzate dal governo francese furono selezionate tra quelle operanti in settori concorrenziali; quelle che fornivano servizi di pubblica utilità o operavano in regime di monopolio naturale sarebbero rimaste di proprietà pubblica. Un secondo criterio è stato costituito dalla volontà di annullare gli effetti del precedente processo di nazionalizzazione. Di fatto la preponderanza numerica delle banche e delle assicurazioni tra le 65 imprese privatizzabili riflette l'oggetto delle nazionalizzazioni del 1945-46 e del 1982, quando erano state condotte nella sfera pubblica la quasi totalità del settore bancario francese e un'ampia parte di quelli finanziario e assicurativo. Le rimanenti imprese erano aziende industriali privatizzate nel 1982.

L'elenco delle imprese da privatizzare fu reso pubblico con la legge del luglio 1986; tale metodo fu volto anche a ridurre le turbative sui mercati.

2.4 Le procedure di vendita

Le modalità organizzative delle operazioni furono definite per legge; tale scelta e la natura stessa delle regole adottate furono volte a garantire alle procedure la massima trasparenza possibile. Era questa una condizione indispensabile per conseguire a un tempo due risultati: un consenso politico sulle operazioni che non fosse intaccato da mutamenti del quadro politico; la diffusione della proprietà, ossia uno dei due obiettivi stessi del programma.

Il coordinamento delle operazioni. La supervisione e il coordinamento del piano di privatizzazioni erano affidati al Ministro delle finanze, che si avvaleva della collaborazione della Direzione generale del tesoro e di consulenti esterni alla Pubblica

amministrazione. Le singole operazioni si svolgevano secondo uno schema comune, articolato su diverse fasi (tav. 2.1).

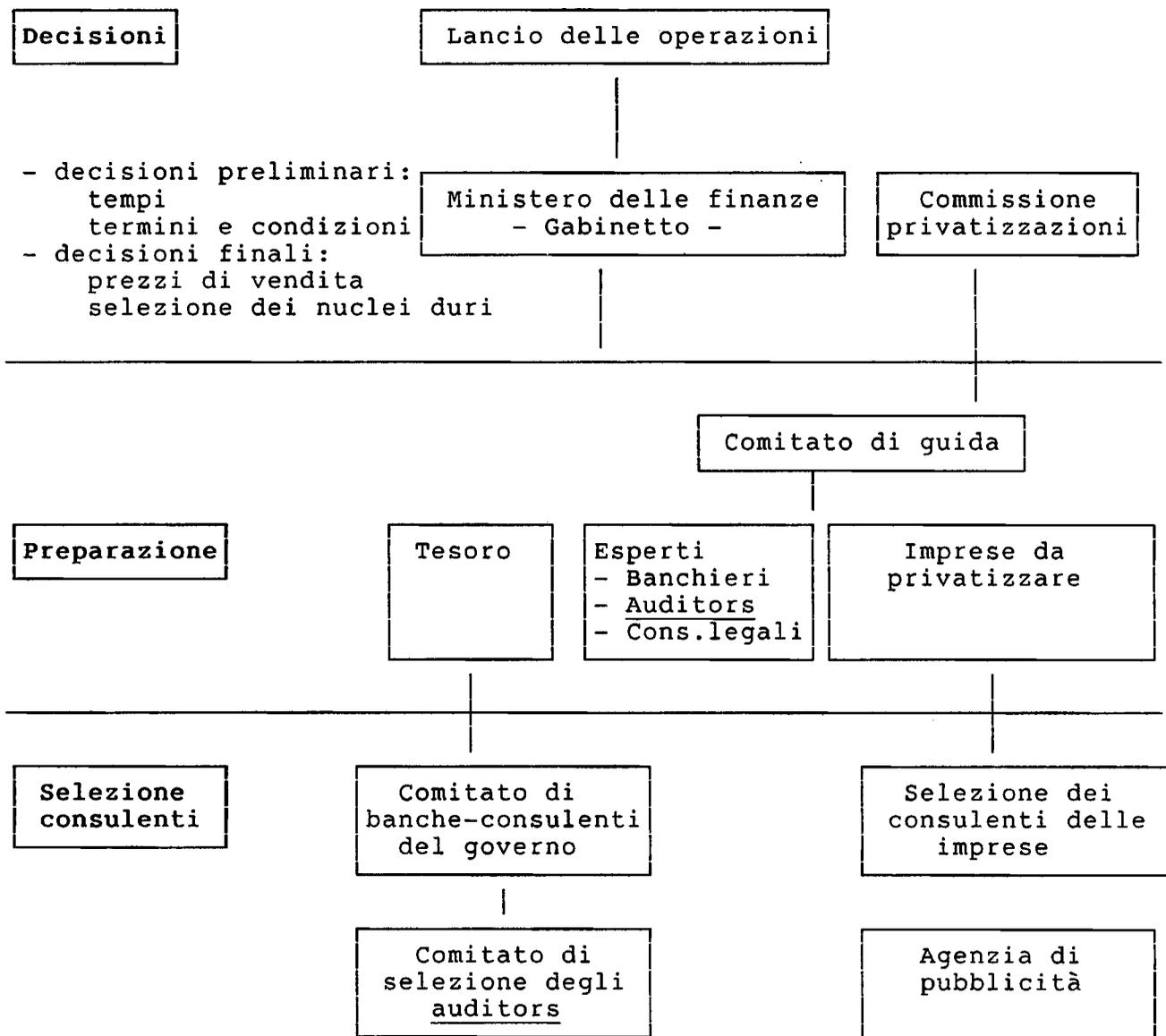
In una fase preliminare il Ministro delle finanze, individuata l'impresa da vendere, definiva le caratteristiche fondamentali dell'operazione¹⁰; inoltre, esso sceglieva i propri consulenti finanziari inviando a tale scopo a un gruppo di banche (da 10 a 40) un questionario dettagliato su argomenti riguardanti il lavoro da svolgere. Una commissione permanente, nominata contestualmente al varo del programma di privatizzazioni, esaminava le risposte al questionario - che dovevano pervenire entro pochi giorni - al fine di selezionare un gruppo ristretto di banche (da 5 a 15) all'interno del quale il Ministro delle finanze doveva scegliere i propri consulenti, solitamente uno francese e uno straniero. Una procedura di selezione veniva seguita, con l'intervento di un apposito comitato, anche per la scelta degli auditors che operavano come consulenti del Ministro delle finanze. La società oggetto della vendita sceglieva anch'essa i propri consulenti, sia bancari sia contabili. Infine, la lista degli esperti utilizzati dal Ministro delle finanze includeva consulenti legali e agenzie di pubblicità, utilizzate per la diffusione delle informazioni e per la reclamizzazione delle privatizzazioni.

In una seconda fase veniva effettuata una valutazione dell'impresa. La legge aveva istituito una commissione di esperti - la Commission de la Privatisation (CP), composta di 7 membri indipendenti nominati per un periodo di 5 anni dal governo¹¹ - incaricata di fissare il prezzo minimo di vendita, che sarebbe

10. Essenzialmente, il calendario dell'operazione e il tipo di vendita: totale o parziale, sul mercato o al di fuori di esso.

11. I membri della CP non potevano avere, al momento dell'operazione e per i 5 anni successivi, alcun rapporto con la società da privatizzare e/o con i partecipanti ai nuclei stabili.

Procedura delle privatizzazioni francesi



Fonte: Blandin (1991).

stato successivamente reso pubblico; il prezzo finale dell'operazione, deciso dal Ministro delle finanze sentita la CP, non poteva essere inferiore a quello proposto. Le valutazioni della CP erano formulate in un periodo di 4-6 settimane sulla base delle analisi precedentemente svolte, in un lasso di tempo analogo, dai consulenti del Ministero delle finanze e dell'impresa, che lavoravano in contatto tra di loro sotto il coordinamento della Direzione generale del tesoro francese.

Successivamente veniva definita la ripartizione dei titoli tra le diverse categorie di investitori (dipendenti, privati, esteri e nucleo stabile). Infine, venivano decise le facilitazioni da accordare agli investitori, in primo luogo ai piccoli risparmiatori.

La diffusione dei titoli. La legge stabiliva che in occasione di ogni operazione non più del 10 per cento del capitale potesse essere riservato ai dipendenti a condizioni agevolate; fino al 20 per cento poteva essere destinato agli investitori esteri. Il restante 70 per cento veniva ripartito dal Ministero delle finanze tra l'offerta pubblica ai risparmiatori francesi e i componenti del nucleo stabile. In presenza di un forte eccesso di domanda sul mercato interno era prevista la clausola di claw-back, in base alla quale era possibile ridurre del 15 per cento l'offerta agli investitori esteri a favore di quelli nazionali; tale facoltà è stata esercitata in tutti i sei casi in cui è stata effettuata l'offerta internazionale.

Nel periodo 1986-88, i dipendenti delle imprese privatizzate hanno acquistato il 10 per cento dei titoli posti in vendita, mentre il 14 per cento è stato venduto sui mercati internazionali. I risparmiatori francesi e i partecipanti ai nuclei stabili hanno assorbito rispettivamente il 52 e il 24 per cento del capitale complessivo (tav. 2.2).

In ogni operazione il collocamento delle quote destinate

Composizione degli acquirenti delle aziende pubbliche francesi: 1986-88 (1)
(miliardi di franchi francesi)

	ELF AQUITAINE	SAINT- GORBAIN	PARIBAS	SOGENAL	BTP	BIMP	CCF	CGE	HAVAS	SOCIETE GENERALE	TF1	SUEZ	MATRA	TOTALE (2)
Settore	Petrol.	Costruz. Vetriere	Banc. Fin.	Banc. Fin.	Banc. Fin.	Banc. Fin.	Banc. Fin.	Mat. elet.	Comun.	Banc. Fin.	Comun.	Banc. Fin.	Banc. Telecom.	
Data	09/86	11/86	01/87	03/87	04/87	04/87	04/87	05/87	05/87	06/87	06/87	10/87	10/87	01/88
Valore di mercato	30,5	10,8	14,2	1,5	0,42	0,35	4,4	14,5	5,95	18,6	3,46	16,1	2,2	122,98
Quota del capitale venduto (%)	12	80	95	43	94	94	94	92	42	94	96	97	45	
Ricavi totali di cui:	3,7	8,6	13,3	0,69	0,39	0,33	4,1	13,6	2,68	17,55	3,32	15,6	0,98	84,84
Offerta pubblica interna	3,3	6,1	6	0,62	0,14	0,12	1,7	8,3	1,15	8,5	1,26	6,5	0,41	44,1
Offerta internazionale	-	1,7	2,5	-	-	-	0,7	2,3	-	2,8	-	1,8	-	11,8
Offerta ai dipendenti	0,4	0,8	1,4	0,07	0,04	0,03	0,4	1,1	0,27	1,75	0,33	1,6	0,09	8,28
Vendita al nucleo stabile	-	-	3,4	-	0,21	0,18	1,3	1,9	1,26	4,5	1,73	5,7	0,48	20,66

Fonte: Banque National de Paris (1992).

(1) Escluse le vendite private (IDI & CGCT = 2 miliardi di franchi). - (2) Ripartizione dell'ammontare complessivo venduto (85 miliardi di franchi):

offerta pubblica interna : 52%
offerta internazionale : 13,9%
offerta ai dipendenti : 9,75%
vendita al nucleo stabile : 24,35%

ai risparmiatori francesi e ai mercati internazionali era garantito da consorzi bancari.

Le agevolazioni concesse ai risparmiatori francesi includevano l'attribuzione di un'azione gratuita ogni dieci acquistate in occasione dell'offerta pubblica e detenute per almeno 18 mesi; in un caso (per la SUEZ) venne concessa la possibilità di pagare ratealmente. In caso di riparto, la legge accordava precedenza alle richieste fino a 10 azioni presentate da persone fisiche; successivamente, venivano soddisfatte la parte di tali richieste eccedente le 10 azioni e le domande delle persone giuridiche. Fino al 50 per cento dei pagamenti poteva essere effettuato mediante titoli di Stato, valutati al prezzo medio dei venti giorni precedenti l'operazione. Le agevolazioni concesse ai dipendenti includevano una riduzione del prezzo non superiore al 20 per cento rispetto all'offerta pubblica e il differimento dei pagamenti per un periodo massimo di tre anni.

Nella gran parte delle operazioni la domanda risultò largamente superiore all'offerta, specialmente per le offerte pubbliche sul mercato interno e per i titoli riservati ai dipendenti; in particolare, nei casi Saint Gobain, Paribas e CGE le richieste superarono l'offerta rispettivamente di dieci, quaranta e sette volte. Il numero di sottoscrittori è oscillato da 300.000 (Elf Aquitaine) a 3.800.000 (Paribas).

I nuclei stabili e l'action spécifique. Come è stato accennato in precedenza, tra gli obiettivi delle privatizzazioni non vi era quello del risanamento delle imprese. Poiché la qualità degli amministratori era considerata generalmente adeguata, si intendeva mantenere invariata la conduzione delle imprese pub-

bliche¹². Al tempo stesso, si voleva evitare che alcuni gruppi economico-finanziari (francesi o esteri) prevalessero su altri acquisendo il controllo delle imprese privatizzate. Allo scopo di evitare la formazione di un gruppo di controllo estraneo agli amministratori e di salvaguardare le imprese, dopo la vendita, da possibili take-overs, la legge introduceva due meccanismi basati sull'utilizzo di una action spécifique e sulla formazione dei cosiddetti "nuclei stabili" di azionisti (noyaux durs).

L'action spécifique, equivalente alla golden share britannica, conferiva al governo il diritto di porre un veto per cinque anni a chiunque intendesse acquisire una quota superiore al 10 per cento del capitale delle imprese che rivestissero un particolare rilievo strategico. Tale facoltà è stata utilizzata dal governo francese in due occasioni.

I nuclei stabili erano costituiti da un numero limitato di gruppi industriali e/o finanziari che si impegnava ad acquistare e a detenere complessivamente una quota del capitale generalmente compresa tra il 20 e il 30 per cento. La partecipazione delle banche ai nuclei stabili fu agevolata dalla riforma del 1984 (cfr. il par. 2.2). Prima della vendita delle azioni al pubblico i gruppi nazionali ed esteri interessati dovevano presentare presso la Direzione generale del tesoro francese una domanda di acquisto per una quota non inferiore a una soglia minima prefissata e riempire un questionario. I componenti del nucleo stabile e la quota di capitale assegnata a ciascuno di essi venivano decisi dal Ministero delle finanze; in questa fase decisionale assumeva importanza il parere della società oggetto

12. Le grandi imprese private e pubbliche francesi sono tuttora amministrate da una tecnostuttura di manager provenienti dalle stesse grandes écoles che hanno formato politici e amministratori ai massimi livelli. I passaggi di questa élite di amministratori dal settore pubblico a quello privato sono stati frequenti (cfr. Delorme, 1991, e Cardilli, Pinzani e Signorini, 1993).

della vendita. Solitamente il nucleo stabile era composto da 10-20 partecipanti, ciascuno con una quota oscillante tra lo 0,25 e il 5 per cento del capitale; la tavola 2.3 illustra a titolo esemplificativo la composizione del nucleo stabile della banca d'affari SUEZ. L'impegno a detenere la propria quota si riferiva a un periodo minimo di due anni; al fine di trarre vantaggio da condizioni del mercato azionario ritenute particolarmente favorevoli, ciascun componente poteva vendere fino a un decimo del proprio pacchetto. In considerazione della certezza di ricevere le azioni e dei vantaggi derivanti dal potere di condizionamento dell'impresa, il prezzo pagato dai membri del nucleo stabile era superiore a quello pagato dai singoli risparmiatori; tuttavia, l'impegno a non vendere i titoli richiedeva che il premio fosse contenuto. La maggiorazione, che veniva decisa separatamente per ciascuna impresa dal Ministero delle finanze sentito il parere della CP, solitamente oscillava tra il 2 e il 10 per cento del prezzo dell'offerta; in alcuni casi essa ha raggiunto valori molto superiori¹³.

Come accennato, il ruolo dei nuclei stabili è stato quello di garantire, nel passaggio dalla proprietà pubblica a quella privata, la stabilità della conduzione, ritenuta generalmente soddisfacente. Di conseguenza, i partecipanti al nucleo hanno solitamente influenzato solo formalmente la scelta degli amministratori¹⁴. Al fine di garantire ulteriormente il mantenimento degli equilibri esistenti - non solo all'interno delle singole imprese - e di formare dei nuclei stabili, tra le istituzioni partecipanti si è infittita la rete di partecipazioni incrociate, favorite dalle affinità tra i manager privati e

13. Ad esempio nel caso della Banque Industrielle et Mobilière Privée e del canale televisivo TF1 la maggiorazione ha raggiunto rispettivamente il 45 e il 100 per cento.

14. In generale gli amministratori delegati delle società non sono cambiati in seguito alle privatizzazioni.

Partecipanti al nucleo stabile della banca SUEZ

Istituzioni	Quota del capitale (valori percentuali)
GROUPE S.G.B.	1,53
SAINT-GOBAIN	3,56
GROUPE U.A.P.	1,02
ELF	3,56
CERUS	1,53
EXOR	2,29
PERNOD-RICARD	3,05
HARIRI	1,02
CAISSE NATIONALE PREVOYANCE	1,02
AL BANK AL SAUDI	0,61
ISTITUTO SAN PAOLO	1,02
GROUPE G.A.N.	1,02
ELDERS	0,51
ZURICH	0,92
A.G.F.	1,02
KUWAIT INVESTMENT AUTHORITY	1,02
G.M.F.	1,02
TOKAI BANK	0,51
MARCEAU INVESTISSEMENT	0,51
COMPAGNIE DE NAVIGATION MIXTE	0,51
CAISSE DES PHARMACIENS	0,51
CHIYODA MUTUAL LIFE	0,51
GROUPE MORNAY	0,25
Totale	28,52

pubblici.

Quando invece le condizioni della società non erano ritenute soddisfacenti, la formazione del nucleo stabile è stata volta a favorire lo sviluppo di nuove iniziative produttive, come nel caso della Matra.

2.5 Le tecniche finanziarie

Tranne alcune eccezioni, la vendita al pubblico francese avveniva con un'unica operazione di offerta pubblica di vendita a prezzo fisso. Per tali operazioni, come pure per la cessione dei titoli al nucleo stabile, il governo francese decise di non utilizzare procedure basate su meccanismi di asta, nonostante questi ultimi risultassero più adeguati a massimizzare i ricavi dalla vendita. Tale scelta fu dovuta al desiderio di utilizzare metodi semplici e di facile comprensione, al fine di rendere più accessibile l'operazione ai piccoli risparmiatori. Le informazioni diffuse in occasione dell'offerta pubblica includevano: il numero di azioni in vendita; il prezzo netto; la durata dell'offerta (di solito 2 settimane); la composizione del nucleo stabile; le priorità accordate alle diverse categorie di ordini.

In casi specifici furono utilizzate altre modalità finanziarie, come ad esempio le offerte di scambio - per ritirare i titoli senza diritto di voto emessi dopo le nazionalizzazioni del 1982 - o gli aumenti di capitale, da effettuare sia prima che durante la privatizzazione. Nel caso dell'Institut de Développement Industriel¹⁵ fu effettuata un'operazione di leveraged management buy-out in base alla quale il 50 per cento del capitale fu ceduto ai dipendenti. Infine, la Compagnie Générale de Constructions Téléphoniques fu ceduta a un unico acquirente dopo

15. Questa società non compariva nell'elenco delle 65 imprese privatizzabili.

un'offerta pubblica di candidature.

3. Le privatizzazioni nel Regno Unito

Il Regno Unito ha condotto negli anni ottanta il più vasto programma di privatizzazione dell'Occidente. Il mercato finanziario inglese ha svolto il ruolo di protagonista, dimostrando un'elevata capacità innovativa. Il suo coinvolgimento nel processo di privatizzazione dell'economia britannica, come quello dello stesso governo conservatore, è stato graduale, passando dalla vendita di società del "formato" più semplice, di modeste dimensioni e già operanti in regime di mercato, alle grandi public utilities.

L'interesse di questa esperienza per l'Italia sta nel ruolo di primo piano assunto dal piccolo risparmiatore, obiettivo naturale delle privatizzazioni nel nostro paese; nella varietà delle imprese privatizzate e dei metodi di vendita impiegati; nell'aver affrontato i problemi economici e istituzionali posti dal passaggio dalla proprietà pubblica diretta alla regolamentazione dei monopoli naturali; nell'aver ceduto anche imprese caratterizzate da una situazione patrimoniale e reddituale insoddisfacente.

Va tuttavia considerato che il modello di controllo proprietario prevalente nel Regno Unito - basato sulla public company o società a capitale disperso, in cui i manager svolgono un ruolo primario nel controllo - e la forte presenza di investitori istituzionali nel mercato finanziario contrastano con la realtà italiana.

3.1 Le caratteristiche generali

La privatizzazione delle imprese pubbliche britanniche

ha preso l'avvio nel 1979 e prosegue tuttora¹⁶. Nei primi dieci anni le privatizzazioni hanno determinato il passaggio al settore privato di circa un milione di lavoratori; i fondi raccolti sono risultati superiori ai 100.000 miliardi di lire. Oltre il 90 per cento dei proventi sono stati destinati alla riduzione del fabbisogno statale, in linea con l'obiettivo di confinare l'intervento pubblico alle funzioni fondamentali e in ultima analisi ridurre imposte e tasse. Sono state utilizzate numerose modalità di dismissione, dalla vendita diretta ad altra società privata, ai buy-outs rivolti ai dipendenti e allo staff dirigenziale, alla vendita sul mercato azionario. In quest'ultimo caso, che appunto caratterizza le privatizzazioni britanniche, sono state adoperate varie tecniche che, salvaguardando l'unicità del prezzo per i sottoscrittori individuali, hanno spesso introdotto parziali o totali meccanismi d'asta fra i sottoscrittori istituzionali. Sono stati concessi incentivi alla sottoscrizione, come dilazioni di pagamento, sconti, premi di fedeltà.

Le operazioni hanno coinvolto operatori specializzati nelle varie fasi della ristrutturazione societaria e della mobilitazione del risparmio privato: studi legali e società di auditing, consiglieri finanziari e brokers sul mercato dei titoli, investitori istituzionali e altri intermediari in qualità di sottoscrittori e sub-sottoscrittori. Un ruolo tutt'altro che secondario è stato svolto dalle società incaricate di pubblicizzare l'operazione e dalle società di pubbliche relazioni.

Il numero di risparmiatori che possiedono direttamente azioni è cresciuto da circa 3 milioni di individui a circa 10 milioni, nonostante un ampio fenomeno di riconcentrazione della

16. Parallelamente, varie funzioni produttive svolte dalle amministrazioni pubbliche centrali e locali sono state affidate a privati o alle divisioni operative, scorporate e costituite in forma privata, delle stesse amministrazioni; è stata alienata, inoltre, parte del patrimonio immobiliare.

proprietà nel periodo immediatamente successivo a ciascuna operazione¹⁷; inoltre, sono state allocate quote variabili fino al 20 per cento sui mercati esteri.

La durata delle operazioni preliminari alle cessioni è dipesa dalla natura dell'impresa, dalla sua dimensione, dalle condizioni del mercato borsistico. Nei casi più complessi, quando si rendevano necessarie ristrutturazioni finanziarie o industriali o un atto legislativo, i tempi sono arrivati a superare i tre anni. La privatizzazione delle utilities ha richiesto profonde innovazioni di carattere regolamentare e la creazione di agenzie statali di supervisione. Inoltre, è stato introdotto, non solo per esse, lo strumento della golden share, in base al quale il governo si riserva il veto sui maggiori cambiamenti della proprietà e dell'attività aziendale. In parecchi casi, inoltre, la completa dismissione della proprietà pubblica ha richiesto più operazioni: per esempio, tre per la British Telecom, dal 1984 al 1992, quattro per la British Petroleum, dal 1977 al 1987. Infine, il pagamento è stato talvolta dilazionato, fino a un massimo di 18 mesi. In genere, si può affermare che le privatizzazioni di società non quotate hanno richiesto, nel Regno Unito, alcuni tempi tecnici dell'ordine di alcuni mesi, per innalzare la trasparenza contabile dell'azienda, valutarne le prospettive, sollecitare il risparmio¹⁸, organizzare la logi-

17. Il numero di azionisti della prima tranche della British Telecom, circa 2,3 milioni di persone, si era ridotto a tre quarti dopo 6 mesi, alla metà dopo 4 anni. Dei 4,5 milioni di soci della British Gas, quasi 2 milioni avevano venduto la propria partecipazione entro 2 anni e mezzo. I 125.000 azionisti della Jaguar erano diventati 40.000 dopo 5 anni. Così nella maggior parte dei casi: dopo alcuni anni, la frammentazione dell'azionariato, pur rimanendo elevatissima, secondo il modello della public company, si era ridotta da un quarto alla metà (cfr. Price Waterhouse, 1989a).

18. Per le operazioni maggiori, riguardanti le public utilities, è considerato normale affidarsi a una campagna promozionale che duri non meno di un anno.

stica dell'operazione.

3.2 Gli obiettivi

Gli obiettivi sono mutati nel tempo. Finalità puramente politiche (riduzione della forza sindacale, denazionalizzazione di imprese nazionalizzate dal precedente governo laburista, liberismo politico ed economico) hanno dominato i primi passi. Quindi l'enfasi è passata, senza linearità, da obiettivi di aumento dell'efficienza, all'ampliamento dell'azionariato popolare (a partire dall'operazione British Telecom del 1984), alla riduzione del fabbisogno finanziario dello Stato, all'introduzione o promozione della concorrenza. Gli obiettivi si sono fatti via via più ambiziosi e complessi, senza tuttavia abbandonare un approccio pragmatico per il quale ogni operazione fa storia a sé. I consulenti governativi hanno contribuito a far emergere le priorità fra i concomitanti obiettivi: quale frazione dell'impresa allocare presso i risparmiatori individuali, gli investitori stranieri, gli investitori istituzionali, i dipendenti; quale disciplina concorrenziale introdurre dove necessario; a quali ristrutturazioni sottoporre l'azienda.

3.3 La selezione delle imprese

Oggetto delle principali privatizzazioni sono state le imprese manifatturiere e quelle produttrici di servizi di pubblica utilità (tav. 3.1); se necessario, le imprese sono state preventivamente sottoposte a mutamenti organizzativi o di status giuridico, compresa la scissione in più società indipendenti¹⁹.

19. Non va dimenticato però che riduzioni altrettanto importanti della sfera di produzione diretta di beni e servizi da parte delle amministrazioni pubbliche si sono prodotte attraverso l'appalto esterno di funzioni produttive in precedenza affidate a divisioni operative delle stesse amministrazioni (contracting-out). Si è così inteso limitare talune inefficienze prodotte dall'interferenza politica nella gestione dei servizi pubblici e chiarire le responsabilità degli

La scelta delle imprese da privatizzare è stata compiuta in più riprese, secondo criteri pragmatici, valutando caso per caso le probabilità di successo, obbedendo al principio che, quando ci si rivolge al mercato borsistico, si deve offrire all'investitore un prodotto finanziario interessante e quindi imprese già "confezionate" per il mercato e con buone prospettive di profitto.

Non sono perciò mancate, quando occorreva, iniezioni di capitali freschi nelle stesse imprese in via di privatizzazione, fino a dar luogo in tre casi a operazioni con un ricavo netto negativo (prima tranche della Associated British Ports; privatizzazione simultanea delle 10 società dell'acqua, vendita del gruppo Rover alla British Aerospace). Le più importanti operazioni di rafforzamento patrimoniale dell'impresa riguardano la vendita del residuo 37 per cento della British Petroleum, la prima tranche della British Telecom e la vendita della Short Brothers. Un problema particolare si è posto in relazione al trattamento pensionistico dei dipendenti, laddove differiva da quello tipico del settore privato. Anche in tal caso le soluzioni sono state diverse, studiate ad hoc ed evidentemente scontate dagli acquirenti nel prezzo di acquisto.

Si è cominciato dalle società di medie dimensioni, già parzialmente private, operanti in mercati concorrenziali, con una soddisfacente redditività, le quali sono state vendute al di fuori del mercato di borsa (private sale) (tav. 3.2). Operazioni

(Continuazione nota 19 dalla pagina precedente)
amministratori, in particolare quelli locali. Non sono risultate estranee, peraltro, finalità diverse, come il tentativo di centralizzare alcune scelte organizzative e sottrarre autonomia finanziaria ai governi locali (Frater, 1991).

Privatizzazioni realizzate nel regno unito fra il 1977 e il 1992 mediante offerte pubbliche

Società (1)	Data	Settore di attività prevalente	Tecnica di vendita (2)	Ricavi lordi (mln. £)	Introiti per lo Stato	Quote residue del governo
British Petroleum I	..... Giu 1977	Petroliifero	offer for sale	564	564	51 %
British Petroleum II	..... Giu 1979	Petroliifero	offer for sale	290	290	46 %
British Aerospace I	..... Feb 1981	Ind. aeronautica	offer for sale	150	50	48,4 %
Cable & Wireless I	..... Ott 1981	Telecomunicazioni	offer for sale	224	189	50 %
Amersham International	..... Feb 1982	Mater. radioatt.	offer for sale	71	65	0
Britoil	..... Nov 1982	Petrolio e gas	sale by tender	549	637	49 %
Associated British Ports	..... Feb 1983	Porti	offer for sale	22	-34	48,5 %
British Petroleum	..... Set 1983	Petroliifero	sale by tender	566	566	31,4 %
Cable & Wireless II	..... Dic 1983	Telecomunicazioni	sale by tender	275	275	23 %
Associated British Port II	... Apr 1984	Porti	sale by tender	52	52	0
Enterprise Oil	..... Giu 1984	Petrolio e gas	sale by tender	392	392	0
Jaguar	..... Lug 1984	Automobili	offer for sale	294	294	0
British Telecommunications I	... Nov 1984	Telecomunicazioni	offer for sale	3.916	2.626	49,8 %
British Aerospace II	..... Mag 1985	Aeronautico	offer for sale	551	363	0
Britoil II	..... Ago 1985	Petrolio e gas	offer for sale	449	449	0,4 %
Cable & Wireless III	..... Dic 1985	Telecomunicazioni	offer for sale	933	602	0
British Gas	..... Dic 1986	Gas	offer for sale	5.434	7.720	0
British Airways	..... Feb. 1987	Trasporti aerei	offer for sale	900	900	0
Rolls-Royce	..... Mag 1987	Turbine	offer for sale	1.363	1.080	0
BAA plc	..... Lug 1987	Aeroporti	mista	1.281	1.281	0
British Petroleum IV	..... Ott 1987	Petroliifero	mista	7.240	5.725	0
British Steel	..... Dic 1988	Acciaio	offer for sale	2.500	2.500	0
Water Holding (n.10)	..... Nov 1989	Dist. tratt. acque	offer for sale	5.239	-1.191	0
Regional Electricity (n.12)	Nov 1990	Dist. en. elettr.	offer for sale	5.182	7.997	0
Power Gen + National Power	... Nov 1991	Prod. en. elettr.	mista	2.200	ND	40 %
Scottish Electricity	..... Dic 1991	Dist. en. elettr.	ND	2.800	ND	0
British Telecommunications II	Dic 1991	Telecomunicazioni	mista	5.400	ND	24 %
British Telecommunications III	Dic 1992	Telecomunicazioni	mista	ND	ND	0

ND = non disponibile.

(1) in tutte le dismissioni, tranne che nel caso di Associated British Ports e della prima tranche di British Petroleum, il governo si è riservato una golden share. Tutte le operazioni hanno inoltre fornito incentivi speciali per i dipendenti. - (2) la tecnica "mista" combina un'offer for sale con una sale by tender, quest'ultima rivolta principalmente agli investitori professionali.

Privatizzazioni realizzate nel regno unito fra il 1978 e il 1989 mediante vendita diretta a privati

Società	Data	Settore di attività	Compratori	Ricavi (mln. £)	NOTE
Ferranti I	Set 1978	Elettronica	azionisti soc.	ND	Gruppo British Technology (1)
ICL	Dic 1979	Computer	altra società	37	Gruppo British Technology (2)
Fairey	Giù 1980	Implantistica	altra società	15	Gruppo British Technology (3)
Ferranti II	Lug 1980	Elettronica	invest. istit.	43	
National Freight	Feb 1982	Trasp. merci gomma	mbo	7	
Redpath Dorman Long	Mag 1982	Manufatti acciaio	altra società	ND	Gruppo British Steel
British Transport Hotel	Mar 1983	Alberghi	altre società	45	Gruppo British Rail
International Aeradio	Mar 1983	Comunicazioni	altra società	60	Gruppo British Airways
Victualic	Mar 1983	Tubazioni plast.	ebo	7,7	Gruppo British Steel (4)
Scott Lithgow	Mar 1984	Costr. navali	altra società	12	
British Gas Onshore Oil	Mag 1984	Estraz. petrolio	altre società	80	Gruppo British Gas al 50% (5)
Sealink UK	Lug 1984	Trasp. pass. mar.	altra società	66	Gruppo British Rail - golden share
Immos	Lug 1984	Comp. elettronici	altra società	95	Gruppo British Technology (6)
Brooke Marine	Ago 1985	Costr. navali mil.	mbo	0,1	Gruppo British Shipbuilders
Yarrow Shipbuilders	Mag 1985	Costr. navali mil.	mbo	34	Gruppo British Shipbuilders
Vospser Thornycroft	Nov 1985	Costr. navali mil.	mbo	18,5	Gruppo British Shipbuilders
Swan Hunter Shipbuilders	Gen 1986	Costr. navali mil.	mbo	5	Gruppo British Shipbuilders
Hall Russel	Mar 1986	Costr. navali mil.	mebo	60 (7)	Gruppo British Shipbuilders
Vickers Shipbuilding & Engin.	Mar 1986	Costr. navali mil.	mebo	13,5	Gruppo British Shipbuilders
British Airways Helicopters	Set 1986	Trasporti elicot.	altra società	15	Gruppo British Airways
Royal Ordnance I	Ott 1986	Fabbric. armi	altra società	15	Venduto solo reparto carri armati
National Bus	varie	Trasp. passeggeri	varie (8)	325	
Unipart	Gen 1987	Accessori auto	mbo	30 (9)	Gruppo Rover - Venduto 1'80 %
Leyland Bus	Gen 1987	Fabbric. autobus	mebo	4	Gruppo Rover
Royal Ordnance II	Apr 1987	Fabbric. armi	altra società	190	Gruppo Rover - Fusione con DAF
Leyland Trucks	Apr 1987	Fabbric. autocarri	altra società	ND	Gruppo Rover
DAB	Mag 1987	Fabbric. autobus	mbo	7	Gruppo Rover - Venduto il 75 %
Istel	Giù 1987	Servizi computer	mbo	26	
National Seed Develop. Org.	Set 1987	Agricoltura	altra società	66	Gruppo British Rail
Doncaster Wagon Works	Ott 1987	Vagoni ferroviari	mbo	ND	Iniezione di capitali pubblici (10)
Rover Group	Ago 1988	Automobili	altra società	-422	Gruppo British Rail
Horwich Foundry	Ago 1988	Siderurgia	altra società	2	Gruppo British Rail
Govan Shipyards	Ago 1988	Costr. navali merc	altra società	ND	Gruppo British Shipbuilders
Yorkshire Rider	Ott 1988	Trasp. passeggeri	mebo	23	
Travellers Fare	Dic 1988	Ristorazione	mbo	20,5	Gruppo British Rail
Clark Kincaid	Dic 1988	Costr. motori	mbo	ND	Gruppo British Shipbuilders
General Practice Finance	Mar 1989	Finanziaria	altra società	145	Introduzione di una golden share
British Rail Engineering	Apr 1989	Impianti ferrov.	mbo/altra soc.	14	Gruppo British Rail
Busways	Mag 1989	Trasp. passeggeri	mbo	14	
Short Brothers	Giù 1989	Costr. aerospaz.	altra società	30	Iniezione di capitali pubblici (11)

mbo = management buyout; ebo = employee buyout; mebo = management/employee buyout; ND = non disponibile.
 (1) Emissione di nuove azioni con riduzione della quota pubblica dal 62,5% al 50%. - (2) Venduto il residuo 24%. - (3) Venduto il residuo 50%. - (4) Venduto il 70%. - (5) Il pagamento di ulteriori 135 mln. di sterline e la partecipazione al 40% degli utili sono stati condizionati alla performance aziendale. - (6) Venduto il 76%. - (7) Il pagamento di ulteriori 40 mln. di sterline è stato condizionato alla performance aziendale. - (8) Ristrutturata in 71 sussidiarie, di cui 38 cedute con mbo e 33 vendute ad altre società. - (9) Il pagamento di ulteriori 22 mln. di sterline è stato condizionato alla performance aziendale, risultata ex post insufficiente. - (10) Pari a 572 mln. di sterline, principalmente sotto forma di cancellazione parziale del debito; sulla vicenda è intervenuta la Commissione CEE, ottenendo una riduzione dell'entità iniziale dell'onere a carico del Tesoro britannico. - (11) Pari a 780 mln. di sterline.

di questo tipo si sono protratte per tutto il decennio²⁰.

A partire dal 1981 si è passati a dismettere (stavolta sul mercato azionario) imprese di maggiore dimensione, ancora prevalentemente industriali, ma considerate "strategiche", per esempio perché operanti in settori ad alta tecnologia (British Aerospace, Cable & Wireless, Amersham) o perché legate allo sfruttamento delle risorse naturali del paese (Britoil, British Petroleum, Enterprise Oil).

Una concomitanza di eventi²¹ consentì poi di avviare, a partire dalla fine del 1984, la privatizzazione delle grandi utilities delle telecomunicazioni e del gas che si accompagnò all'instaurazione di agenzie governative di regolamentazione (Of tel, Of gas).

Le successive privatizzazioni, rallentate per quasi un anno dalla crisi di borsa dell'ottobre 1987, hanno riguardato tutti i tipi di imprese già ricordati: mentre si procedeva con la vendita delle quote di minoranza nelle utilities già privatizzate, sono state cedute sul mercato azionario grandi società manifatturiere e di servizi oltre alla proprietà e alla gestione degli aeroporti, fino a includere altre grandi utilities, nella produzione e distribuzione di energia elettrica e nel

20. Le più importanti hanno riguardato il gruppo Rover e la Royal Ordnance, entrambi venduti alla privatizzata British Aerospace, la National Freight Company e la Vickers Shipbuilding and Engeneering, entrambe oggetto di buy-outs. Nel caso della National Bus Company l'azienda è stata preventivamente suddivisa in 70 sussidiarie regionali, più di metà delle quali sono state poi cedute ai dipendenti.

21. Il successo delle operazioni precedenti e il favorevole andamento del mercato finanziario e della congiuntura internazionale permisero di condurre operazioni in grado simultaneamente di: produrre grandi introiti per l'erario, attrarre i piccoli risparmiatori, ridimensionare l'intervento pubblico diretto dell'economia.

settore dell'acqua²². Tentativi indeboliti dalla complessità dei problemi e tuttora fortemente osteggiati riguardano l'industria carbonifera, la rete ferroviaria, i servizi dei vigili del fuoco, il sistema dei canali, la gestione di alcuni tipi di carcere giudiziario.

3.4 Le procedure di vendita

A differenza che in Francia, le decisioni principali, compresa la fissazione del prezzo di vendita, sono state prese dal governo senza particolari vincoli legislativi²³. In tutte le fasi decisionali in cui si sono articolate le dismissioni, dallo studio di fattibilità alla definizione delle procedure di vendita e delle categorie-obiettivo di investitori, al collocamento sul mercato o alla vendita diretta, sono stati utilizzati consulenti esterni al governo. Quest'ultimo si è riservato la decisione finale su tutti gli aspetti più rilevanti dell'operazione, delegando ai consulenti solo le fasi operative a valle.

Nell'ambito del governo, fatta salva l'unità d'indirizzo assicurata dal premier, si è stabilita una divisione dei compiti fra il Ministero di volta in volta competente per materia (sponsoring minister) e il Ministero del tesoro, con vari organismi tecnici di supporto. Tralasciando alcuni adattamenti organizzativi succedutisi nel tempo, lo sponsoring minister è stato

22. Si è provveduto, in questi ultimi casi, a suddividere le imprese in più società, distinte secondo un principio di competenza territoriale.

23. Il controllo cui esso ha dovuto obbedire è stato piuttosto quello amministrativo, ex post, del National Audit Office e del Public Accounts Committee della Camera dei comuni (cfr. Graham e Prosser, 1991).

responsabile di ogni decisione²⁴. Il Tesoro ha svolto una funzione di coordinamento fra tutti i soggetti coinvolti nell'operazione e ha collaborato alla gestione dell'intera operazione, attraverso una struttura burocratica ad hoc. Nel caso britannico vi è stato dunque un unico responsabile che cambiava a seconda dell'impresa, accanto all'elemento di continuità rappresentato dal Tesoro, la cui opinione è risultata peraltro spesso decisiva, per esempio nella scelta degli advisers o delle tecniche di vendita²⁵.

Il governo si è riservato in parecchi casi alcuni diritti speciali rappresentati da una golden share, il cui possesso consentiva al Ministro competente di porre un veto a modifiche di alcuni articoli dello statuto dell'impresa. Le restrizioni hanno riguardato, alternativamente o contemporaneamente, la concentrazione della proprietà e la possibilità di chiudere l'impresa o di venderne una parte rilevante dei cespiti (almeno il 25 per cento). In taluni casi, è stata imposta la nazionalità britannica del capo dell'esecutivo o la nomina di amministratori dell'impresa. A questi diritti il governo ha talvolta rinunciato dopo pochi anni, anche per il raggiungimento della loro data di scadenza, ove questa era stata fissata sin dall'inizio.

24. Sebbene le decisioni stesse si formassero nell'ambito di un gruppo di lavoro composto dai due ministri, da un responsabile dell'impresa e da esperti. Responsabilità ulteriori del ministro competente hanno riguardato la promozione e supervisione di eventuali ristrutturazioni organizzative o finanziarie dell'impresa (v. par. 3.3) e l'attuazione di cambiamenti nella regolamentazione.

25. Nella prassi, è stato presso un ufficio tecnico del Tesoro che i vertici della società, gli uffici del ministero competente e le banche d'affari hanno definito tutti i dettagli dell'operazione e li hanno sottoposti allo sponsoring minister per la decisione finale.

3.5 Le tecniche finanziarie

La parte preponderante delle operazioni (circa il 95 per cento in termini di ricavi lordi) è transitata per il mercato borsistico. La restante quota di privatizzazioni riguarda la vendita dell'azienda in blocco ad altra impresa privata attraverso asta pubblica o altra forma di cessione, o ai dipendenti o a un gruppo di manager (buy-out), realizzata in una quarantina di casi nei primi dieci anni del periodo considerato (tavv. 3.1 e 3.2).

Le prime privatizzazioni²⁶ realizzate sul mercato azionario, avvenute fra il 1981 e il 1982²⁷, sono state effettuate mediante un'offerta pubblica di vendita a prezzo fisso (tav. 1.1; tecnica utilizzata poi in Francia), con garanzia di sottoscrizione da parte di un gruppo di istituzioni finanziarie. Al momento della vendita furono poste alcune restrizioni sull'assetto proprietario in termini di quota massima detenibile dagli stranieri (15 per cento nel caso della British Aerospace) o dal singolo azionista (15 per cento). Altri diritti del governo furono assicurati dall'istituzione di una golden share. Solo in un caso fu inizialmente mantenuta la maggioranza assoluta del capitale. I prezzi di vendita, da pagare in un'unica soluzione, contribuirono a determinare un ampio eccesso di domanda.

Fra il 1982 e il 1984, si passò a sperimentare un siste-

26. Si tralasciano le offerte di vendita della fine degli anni settanta, riguardanti la British Petroleum, con la Banca d'Inghilterra come principale consulente finanziario del governo.

27. Il 100 per cento della Amersham, il 51 per cento della British Aerospace, il 50 per cento della Cable & Wireless. Anche altre operazioni, soprattutto di maggiori dimensioni, sono state condotte in seguito in più tranches, generalmente cedendo però il controllo già dalla prima operazione.

ma di asta (tender offer) con aggiudicazione a un unico prezzo (strike price), pagamento differito in più rate. In tre casi su quattro, il prezzo di aggiudicazione fu pari al prezzo minimo d'asta; oltre i tre quarti delle azioni Britoil risultarono invendute e furono in ultima istanza comprate dai sub-sottoscrittori. Così per il 30 per cento delle azioni della Cable & Wireless e della Enterprise Oil. Solo per un'operazione (Associated British Ports) il prezzo minimo d'asta fu superato dell'8 per cento e la domanda fu pari a 1,6 volte l'offerta. Il relativo insuccesso delle vendite all'asta è da ascrivere anche al modesto underpricing determinato dal metodo stesso²⁸. In seguito si tornò al metodo dell'offerta pubblica di vendita a prezzo fisso, in genere con l'introduzione di golden shares e della rateizzazione dei pagamenti. Tutte le operazioni generarono eccesso di domanda.

Il caso British Telecom (prima tranche, novembre 1984) è senz'altro quello di maggior rilievo, per la natura dell'impresa, per l'importo dell'operazione (quasi 4 milioni di sterline), per la parallela attività di ri-regolamentazione del settore, avvenuta per legge prima dell'operazione e inclusiva della regola tariffaria (un price-cap) e di una serie di doveri nei confronti dell'utenza. Una delle innovazioni ha riguardato il tipo di premio di fedeltà per un possesso azionario superiore ai tre anni: in alternativa a un'azione ogni dieci possedute, fu infatti previsto l'utilizzo di sconti sulle bollette del telefono (bill vouchers) entro un certo ammontare.

28. Nel caso Britoil influirono anche altri fattori, in particolare il formarsi di aspettative negative sulle prospettive reddituali dell'azienda e alcune carenze dello stesso meccanismo di vendita, che lasciò largamente insoddisfatta la domanda degli investitori individuali (che sarebbe bastata da sola a coprire per una volta e mezza tutta l'offerta, ma fu accolta solo nella misura fissata ex ante, pari al 15 per cento dei titoli) e rese conveniente per gli investitori istituzionali restare alla finestra e lucrare le commissioni di garanzia di sottoscrizione.

Un ricorso ancora più massiccio al mercato azionario (per circa 5,5 milioni di sterline) attraverso un analogo metodo di vendita e di cambiamento della regolamentazione fu rappresentato dalla privatizzazione di un'altra utility, la British Gas, nel dicembre del 1986²⁹. Anche in questo caso furono offerti bill vouchers. Fu inoltre per la prima volta effettivamente utilizzata la clausola di claw-back nel riparto delle azioni.

I due schemi più evoluti di vendita, entrambi finalizzati a contemperare l'obiettivo di massima diffusione dell'azionariato con quello di massimizzare le entrate sono rappresentati dal modello Power Gen - National Power e dal modello British Telecom II (rispettivamente back-end tender e bookbuilt-simultaneous; tav. 3.1). Il principio su cui si basano è di differenziare la tecnica di vendita e di formazione del prezzo a seconda della natura dell'investitore, riservando l'offerta a prezzo fisso agli individui e coinvolgendo in un'asta gli investitori professionali.

Funzioni svolte dagli intermediari. Il ruolo dei consulenti finanziari e del consorzio di garanzia nelle privatizzazioni britanniche è stato molto ampio, estendendosi a funzioni in

29. Vanno menzionate infine alcune peculiarità degli ultimi casi di privatizzazione di utilities (escludendo la Scottish Electricity della fine del 1991 e la British Telecom III del dicembre 1992, su cui non si possiedono informazioni di dettaglio). Si tratta in entrambi i casi di privatizzazioni simultanee di più società dello stesso settore: precisamente, 10 società inglesi e gallesi di distribuzione e trattamento delle acque potabili e reflue (1989) e 12 società regionali di distribuzione dell'energia elettrica (1990). Le due operazioni sono accomunate inoltre: dall'entità degli introiti lordi, pari a oltre 5 milioni di sterline per ognuna di esse; dalla laboriosità delle operazioni preliminari, durate fra i 2 e i 3 anni dalla pubblicazione del progetto governativo (White Paper); dall'aver richiesto modifiche legislative volte a ridisegnare la struttura del mercato e la ripartizione dei poteri locali e centrali di indirizzo e regolamentazione settoriale.

Italia ancora poco sviluppate (si vedano Pesaresi, 1993) e Cardilli, Pinzani e Signorini, 1993). Nelle operazioni maggiori sono risultate essenziali anche le funzioni svolte dagli altri intermediari e dai consulenti non finanziari. Ci si riferisce in particolare ai brokers operanti sul mercato dei titoli, alle società di auditing, agli studi legali e fiscali e alle imprese di pubblicità e pubbliche relazioni.

Nel caso di società non quotate, un ruolo fondamentale è stato svolto dalle società di auditing, il cui compito consisteva nel migliorare il contenuto informativo e la trasparenza della contabilità aziendale, generalmente molto lontana dagli standard delle imprese quotate³⁰. Si è trattato così, spesso, di passare per la prima volta alla contabilizzazione a costi storici, di modificare la valutazione dei beni, di adeguare le regole di capitalizzazione e di ammortamento. Sebbene la ristrutturazione contabile non sia sufficiente per la valutazione dell'azienda, è parso nondimeno necessario, nell'esperienza britannica, esigere l'adeguamento dell'informativa aziendale agli standard del settore privato, per facilitare la comprensione delle principali caratteristiche dell'impresa.

Per valutare correttamente la funzione dei consulenti finanziari va rammentato che nel Regno Unito il mercato per il controllo societario è affidato a un complesso di regole e di comportamenti (generalmente codificati in forma autoregolamentativa) in cui i ruoli chiave vengono svolti dagli investitori istituzionali e dalle banche d'affari nelle loro funzioni consultive di corporate finance. Anche nelle privatizzazioni è spettato a queste ultime fornire valutazioni autonome della performance aziendale e sondare la platea dei potenziali

30. Il bilancio, specie se l'impresa pubblica era a carattere finanziario piuttosto che industriale, rispecchiava più l'allocazione delle risorse fra le partecipate che la loro situazione reddituale e patrimoniale.

acquirenti. Le banche d'affari, mettendo in gioco la propria reputazione, hanno offerto una valutazione credibile delle imprese; hanno utilizzato la loro rete informativa e di rapporti di clientela con gli investitori istituzionali e con gli altri mercati internazionali; hanno offerto servizi di garanzia di collocamento (negli ultimi anni secondo principi volti a minimizzare i conflitti di interesse³¹); hanno contribuito alla definizione delle forme tecniche e degli aspetti gestionali della privatizzazione; hanno provveduto, insieme ai brokers, al collocamento azionario.

Costi finanziari e amministrativi³². In termini percentuali sul ricavato lordo, la sola componente pagata per la garanzia di sottoscrizione (underwriting), pari a circa un terzo del totale, ha oscillato, almeno per le vendite in patria, intorno a 1 punto e mezzo, tendendo a ridursi nel tempo, per effetto di una maggior concorrenza fra gli intermediari e di innovazioni tecniche legate ai vari meccanismi di claw-back cui si è già accennato³³.

31. Dopo la crisi di borsa dell'ottobre 1987, che pregiudicò la riuscita della vendita dell'ultima tranche della British Petroleum, di regola, non fu più permesso alla banca d'affari consulente del governo di partecipare al consorzio di garanzia e collocamento.

32. Questi costi sono solo una parte minore dei costi per lo Stato e per l'impresa. Fra i soli costi monetari a carico dello Stato si pensi all'underpricing. Per l'impresa i costi hanno spesso natura organizzativa: per Clutterbuck (1991) l'impresa deve giungere a prevedere la formazione di un second team per la gestione corrente, essendo spesso i vertici dell'impresa fin troppo assorbiti dal processo di privatizzazione, e deve impegnarsi nella realizzazione di cambiamenti culturali così profondi da richiedere parecchi anni.

33. Interessante si presenta la distribuzione di queste commissioni fra i sottoscrittori primari (primary underwriters) e secondari (sub-underwriters), con i primi capeggiati dai consulenti finanziari del governo - fino al 1987 - e dell'impresa e i secondi rappresentati dai vari investitori istituzionali. Mentre nelle prime operazioni i primary

Nel complesso, fra gli anni 1979 e 1987, i costi amministrativi e finanziari, ivi inclusi gli abbuoni e le azioni gratuite, sono stimabili in oltre 4 punti percentuali, 2,7 per le aste e 4,7 per le offerte a prezzo fisso. I primi due casi di privatizzazione di utilities sono costati circa il 7 per cento degli introiti lordi.

Incentivi per i piccoli risparmiatori. Si è già accennato ad alcuni incentivi studiati per attrarre il maggior numero di piccoli azionisti, come i premi di fedeltà (concessi, entro un ammontare massimo, principalmente nella forma di azioni gratuite³⁴ e di sconti sulle bollette di alcune utilities), il pagamento dilazionato in 2-18 mesi in due o tre rate, nonché il frequente regime di preferenza loro accordato, mediante le clausole claw-back. Bisogna poi aggiungere taluni incentivi fiscali sotto forma di esenzioni d'imposta³⁵.

(Continuazione nota 33 dalla pagina precedente)

underwriters riuscivano a spuntare fino a più di mezzo punto percentuale, contro l'1,25 per cento dei sub-underwriters, nelle ultime operazioni le commissioni dei primary underwriters, soggette a offerte competitive, si erano ridotte a pochi centesimi di punto percentuale e quelle dei sub-underwriters erano formalmente scomparse per dar luogo a commissioni mediamente inferiori all'1 per cento e differenziate in vari tipi di garanzie (relative alle azioni cosiddette firmly placed, provisional placed e commitment).

34. Le possibilità di ottenere, dopo alcuni anni, delle azioni gratuite (bonus shares) si configura come un warrant non negoziabile (v. Fandella, 1988, p. 49). A tale riguardo, va considerato che gli strumenti finanziari utilizzati nelle privatizzazioni inglesi sono stati rappresentati esclusivamente da azioni ordinarie dotate di diretti pieni (ordinary shares). Soluzioni particolari siano state realizzate per permettere la piena negoziabilità delle azioni a pagamento rateale.
35. La formula più innovativa è stata introdotta a partire dal 1° gennaio 1987 ed è rappresentata dai Personal Equity Plans (Peps), in base ai quali a ogni singolo investitore è concessa l'esenzione fiscale sui capital gains e sui dividendi maturati a fronte di un investimento annuale che gradualmente è stato portato sino a 9.000 sterline (di cui 3.000 ne-

Tuttavia l'incentivo maggiore è costituito da un prezzo "interessante", da valutare in connessione con le misure di ristrutturazione aziendale e, se del caso, con le caratteristiche della regolamentazione, in particolare tariffaria. Una misura di questo incentivo può essere desunta osservando l'andamento delle quotazioni nel periodo successivo alla privatizzazione, al netto del movimento nell'indice generale di borsa e, nel caso di rateizzazione, rapportando la variazione al primo pagamento rateale effettuato. Così definita, l'entità dell'underpricing per le offerte pubbliche a prezzo fisso effettuate dal 1979 al 1987 è risultata mediamente pari al 15,9 per cento³⁶, valore superiore a quello registrato in Inghilterra nel settore privato (circa 13,5 per cento) ma inferiore a quello osservato per le privatizzazioni francesi (circa 18,5 per cento). Il maggior underpricing delle privatizzazioni si spiega in gran parte con l'esigenza di creare nuovi azionisti, meno con l'ampiezza delle vendite. Legato al primo motivo, vi è stato anche il desiderio di creare aspettative di guadagno sulle operazioni successive e l'obiettivo di creare una vasta base di risparmiatori interessata ad avversare politiche future che, attraverso modifiche alla regolamentazione e quindi ai diritti della proprietà, fossero in conflitto con la massimizzazione dei profitti.

Quando le operazioni sono state effettuate mediante aste, lo scarto tra i prezzi di vendita e quelli successivamente rilevati sul mercato è risultato largamente inferiore, fino a risultare mediamente negativo; tuttavia, in tre delle operazioni non è stato venduto l'intero quantitativo offerto. Infine, quando le vendite hanno riguardato tranches successive di imprese

(Continuazione nota 35 dalla pagina precedente)

cessariamente in una determinata società, tipicamente in corso di privatizzazione), sotto la condizione che le azioni non siano cedute per un anno.

36. Cfr. Buckland (1987), e Jenkinson e Mayer (1988).

già quotate non si è verificato un underpricing significativo, come nel settore privato.

Va osservato che, a causa della presenza di costi fissi di transazione, i piccoli investitori che avessero voluto realizzare i guadagni in conto capitale avrebbero ottenuto vantaggi solo modesti. Le operazioni di privatizzazione sono invece risultate particolarmente profittevoli per i grandi investitori istituzionali e per i dipendenti³⁷.

Incentivi per i dipendenti. In tutte le operazioni di offerta pubblica sono state fissate favorevoli condizioni di vendita per i lavoratori dell'azienda. Innanzitutto alle sottoscrizioni dei dipendenti (e sovente dei pensionati) è stata sempre concessa priorità, generalmente entro limiti globali predefiniti, intorno al 5 per cento del totale offerto (con escursioni fra l'1 e il 10 per cento), e spesso entro limiti individuali. Inoltre, in vari casi è stato accordato uno sconto del 10 per cento da fruirsi in occasione del pagamento dell'ultima rata, anche qui entro limiti individuali. In numerose occasioni sono state assegnate gratuitamente azioni per un valore fra 50 e 150 sterline pro capite (talvolta, come per le società dell'acqua o elettriche, differenziando in base all'anzianità del dipendente). L'incentivo più interessante, del valore di parecchie centinaia di sterline, fino alle 900 della British Aerospace, è però rappresentato dai casi nei quali si è stabilito che il dipendente

37. Cfr. Buckland (1987). Fra i dipendenti, una particolare categoria, quella dei maggiori dirigenti, ha conseguito un guadagno di altra natura: la loro remunerazione è infatti mediamente più che triplicata (Colin, 1990, p. 66) raddoppiando rispetto a quella degli omologhi della società private o pubbliche (Bishop e Kay, 1991). Per quanto riguarda i guadagni potenziali relativi delle varie categorie di sottoscrittori, bisogna aggiungere che negli ultimi anni, anche per effetto della riforma delle contrattazioni borsistiche realizzata nell'ambito del cosiddetto Big Bang del 1986, la situazione si è parzialmente riequilibrata.

della società ricevesse una o due azioni gratis per ogni azione acquistata (matching).

Da notare che tutte le azioni gratuite e quelle matching dovevano però essere conferite a un fondo denominato Employee Share Ownership Scheme e non potevano pertanto essere immediatamente rivendute. Questa forma di incentivo sfruttava i benefici di un provvedimento legislativo del 1978 che già consentiva alle imprese di pagare parte del salario sotto forma di azioni attraverso i cosiddetti Profit Sharing Schemes. Questi erano esenti dall'assicurazione obbligatoria e dalle imposte sul reddito, a condizione che le azioni fossero gestite collettivamente dallo Scheme per almeno due anni. Tutta questa serie di vantaggi ha indotto nei dipendenti, tranne che in rare occasioni, una partecipazione pressoché totalitaria.

4. Valutazioni di sintesi

L'analisi svolta nei paragrafi precedenti consente di valutare le affinità e le diversità esistenti tra le privatizzazioni francesi e quelle inglesi e i fattori che hanno favorito il compimento dei due programmi.

4.1 Tratti tipici e fattori di successo nei due paesi

I programmi di privatizzazione della Francia e del Regno Unito hanno avuto in comune due finalità: 1) limitare il ruolo dello Stato nell'economia, nella convinzione, motivata politicamente, che nel lungo periodo la proprietà pubblica non sia adeguata a fornire ai manager gli incentivi necessari a mantenere la conduzione dell'impresa secondo principi di efficienza; 2) sviluppare la borsa attraverso la diffusione dei titoli azionari

nei portafogli finanziari dei risparmiatori³⁸.

I due obiettivi hanno però avuto peso diverso nei due paesi. In particolare, nel Regno Unito il primo indirizzo è stato perseguito in maniera più radicale, arrivando a cedere anche le public utilities.

I due obiettivi sono stati sostanzialmente raggiunti. Tale risultato può essere ascritto al contesto in cui le privatizzazioni hanno avuto luogo e alla strategia di cessione adottata. Per quanto concerne il contesto, le privatizzazioni sono state facilitate dalla soddisfacente redditività delle imprese pubbliche poste in vendita, dalla forte crescita dei mercati azionari fino alla crisi del 1987, dal favorevole quadro economico congiunturale.

Circa la strategia di privatizzazione, comuni ai due paesi sono stati l'ampiezza della gamma di soggetti cui è stata indirizzata la vendita della proprietà e il ruolo centrale attribuito alle strutture tecniche costituite presso l'amministrazione centrale dello Stato.

In entrambi i paesi le tecniche di vendita hanno mirato ad attrarre tutta la gamma dei potenziali acquirenti, dai dipendenti dell'impresa ai piccoli risparmiatori, agli investitori internazionali. Ciò che ha differenziato le due esperienze è stato il ruolo svolto dai partecipanti ai nuclei stabili in Francia e dagli investitori istituzionali nel Regno Unito. Pur nella diversità delle funzioni svolte da queste diverse categorie di investitori (e degli obiettivi secondari loro assegnati nei due programmi di privatizzazione), tanto i noyaux durs fran-

38. Offrendo incentivi finanziari di notevole attività ai dipendenti, si intendeva inoltre mutarne in senso cooperativo l'atteggiamento verso l'impresa di appartenenza, divenuta comune proprietà (cfr. Moore, 1992).

cesi quanto gli investitori istituzionali britannici hanno concorso a stabilizzare l'assetto proprietario e gestionale delle imprese privatizzate.

A ciascuna categoria di acquirenti sono stati garantiti gli idonei incentivi, soprattutto finanziari. In particolare, la valutazione delle imprese è stata effettuata in modo che il prezzo garantisse agli investitori la convenienza finanziaria all'acquisto. In generale, il grado di underpricing³⁹ è stato superiore a quello registrato nelle offerte di azioni private nazionali. Per quanto concerne le offerte pubbliche di vendita a prezzo fisso, adoperate sia in Francia che nel Regno Unito, l'underpricing non è risultato molto diverso nei due paesi.

Nella gestione del processo di privatizzazione le esperienze condotte nei due paesi sono state accumulate dall'unicità del Ministro responsabile e dalla creazione di una struttura tecnica in grado di raccogliere e valorizzare l'esperienza operativa via via accumulata⁴⁰. Tuttavia, in Francia i vincoli legislativi esistenti per le operazioni di nazionalizzazione e di denazionalizzazione e l'esigenza di garantire alle operazioni il

39. Cfr. Jenkinson e Mayer (1988), e Graham e Prosser (1991).

40. Dalle indicazioni tratte dai colloqui avuti con alcune banche che hanno svolto il ruolo di consulenti per il governo o per le imprese privatizzate, la pubblica amministrazione francese, in particolare la Direzione generale del tesoro, ha mostrato notevole efficienza in tutte le fasi del processo: nella selezione dei consulenti pubblici, nel coordinamento delle analisi dei consulenti per la valutazione delle imprese, nell'esercizio di un forte potere contrattuale nei confronti delle banche partecipanti alle offerte pubbliche e ai consorzi di collocamento, nel supporto al Ministero delle finanze per le valutazioni relative alla composizione dei nuclei stabili. Nel Regno Unito un'apposita unità per le privatizzazioni, collocata presso il Tesoro, ha affiancato le strutture responsabili delle scelte operative, acquisendo conoscenze, autorevolezza e potere contrattuale man mano che procedevano le dismissioni.

maggior grado di trasparenza possibile hanno determinato la necessità di fornire alle decisioni forza di legge. Di qui la scelta di indicare le imprese da privatizzare e le procedure da seguire in due leggi di notevole chiarezza e concisione, pur dotate della necessaria flessibilità⁴¹. Ispirata alla stessa logica è stata la scelta di affidare ad apposite commissioni di esperti la selezione dei consulenti governativi e, soprattutto, la valutazione delle imprese, nonché la decisione di fornire ai risparmiatori il più ampio volume di informazioni in occasione delle offerte pubbliche, ad esempio rendendo nota in anticipo la composizione del nucleo stabile. Viceversa, nel Regno Unito, le procedure di vendita sono state decise con maggiore discrezionalità rispetto al caso francese, anche in virtù dei diversi poteri dell'esecutivo in un contesto legislativo per questo aspetto meno vincolante.

Le operazioni sono state attuate in tempi diversi, più contenuti in Francia. Se in entrambi i paesi una notevole rapidità è stata resa possibile dalle soddisfacenti condizioni di redditività delle imprese cedute, che non hanno richiesto di norma il cambiamento degli amministratori, in Francia il processo è stato accelerato dal fatto che le società appartenevano a settori competitivi, cosicché non sono state necessarie opere di ri-regolamentazione né iniziative di ristrutturazione.

Tempi e procedure dell'esperienza francese hanno dunque presentato una maggiore omogeneità, che rispecchia quella degli obiettivi e delle imprese cedute. Nel Regno Unito, i mutamenti degli obiettivi nel tempo, la presenza delle utilities tra le imprese privatizzate e l'ampiezza del periodo interessato hanno reso necessario un notevole pragmatismo, che si è riflesso nell'utilizzo di soluzioni tecniche diverse nel tempo, oltre che

41. Tale scelta è stata favorita anche dall'appartenenza di tutte le imprese privatizzate a settori competitivi e dalla brevità del periodo in cui sono state attuate le cessioni.

l'adozione di iniziative eterogenee di liberalizzazione e regolamentazione.

4.2 Tecniche, obiettivi e vincoli

La relazione tra modalità di vendita e obiettivi è netta, ma non rigida, poiché taluni obiettivi sono tipicamente in conflitto fra loro. Quando è stata ritenuta preminente la massimizzazione dei ricavi e quindi la riduzione dell'underpricing - come è accaduto in Gran Bretagna nella prima fase del processo di privatizzazioni - è stata preferita la cessione dell'impresa mediante meccanismi d'asta o in più tranches successive. Al contrario, quando l'obiettivo preminente è stato quello di massimizzare la diffusione dei titoli - come è accaduto in Inghilterra dal 1984 in poi e in Francia nell'intero periodo - si è fatto ricorso a metodi improntati alla massima semplicità, quali le offerte pubbliche di vendita a prezzo fisso (tav. 1.1), assicurando prospettive di guadagno in conto capitale e garanzie di tutela dei diritti dei soci di minoranza. Combinazioni tra i due estremi, che prevedano l'impiego simultaneo dei due sistemi di vendita, sono state utilizzate in Gran Bretagna.

Quando si è desiderata un'ampia partecipazione dei dipendenti al capitale dell'impresa secondo schemi di profit sharing - come è accaduto in entrambi i paesi considerati - è stato necessario garantire gli opportuni incentivi finanziari e accordare precedenza nell'attribuzione dei titoli. La stabilità degli assetti azionari è stata agevolata da premi di fedeltà nella detenzione delle azioni o è stata garantita vietando ai componenti dei noyaux durs di cedere la propria quota per un periodo di tempo prefissato.

La difesa della concorrenza e la salvaguardia di interessi pubblici di varia natura sono state perseguite, in primo luogo, mediante limitazioni agli assetti azionari: sia in Francia che nel Regno Unito tali limitazioni hanno preso la forma di

vincoli alla concentrazione della proprietà e alla partecipazione straniera; in Francia esse sono state attuate anche vietando ai partecipanti ai nuclei stabili di cedere i titoli. In secondo luogo, tali obiettivi sono stati perseguiti, specialmente nel Regno Unito, con l'inserimento di diritti speciali riservati al governo (golden share). Obiettivi tipicamente antimonopolistici hanno dato luogo a iniziative di liberalizzazione o di ri-regolamentazione dei mercati, di scissione dell'impresa in più parti, di convenzioni di servizio, di istituzione di agenzie ad hoc di supervisione e controllo.

Il legame tra l'obiettivo di accrescere l'efficienza tecnica delle imprese e le modalità di dismissione non è emerso con chiarezza nei casi analizzati, poiché sia in Francia che in Inghilterra la scelta delle modalità di privatizzazione è stata dominata dagli altri obiettivi già richiamati. Nondimeno, l'aumento dell'efficienza ha rappresentato un fine quantomeno latente di ogni privatizzazione, per lo meno nel lungo periodo⁴². Inoltre, un nesso fra modalità di vendita ed efficienza si esplica in via indiretta attraverso l'allocazione finale del controllo⁴³ (rilevano a tale riguardo anche le eventuali limita-

42. La presunzione di maggiore efficienza tecnica (ma non necessariamente allocativa) della proprietà privata si fonda infatti in ultima analisi sulla maggiore efficacia degli incentivi e dei controlli esercitati sull'impegno dei manager e dei dipendenti da parte del proprietario e dai mercati, piuttosto che dalla pubblica amministrazione (cfr. Chiri, 1989).

43. Fra i casi estremi estremi della public company e del proprietario unico, esiste infatti un'immediata differenza nella convenienza economica (nel costo e nel risultato atteso) dell'azionista a procurarsi le informazioni per l'esercizio del controllo sui manager (Stiglitz, 1985) col risultato che questi ultimi, nella public company, potranno in misura maggiore perseguire obiettivi diversi dalla massimizzazione del profitto, per lo meno nell'ambito dei margini di manovra lasciati dal mercato per il controllo societario. Per una discussione più approfondita su questo punto si rimanda a Caves (1990).

zioni all'esercizio dei diritti della proprietà). La forma di mercato in cui opera l'impresa ha essa stessa conseguenze tanto sugli incentivi all'efficienza quanto sull'assetto finale desiderato del controllo e dunque sulle modalità di vendita. Di fatto, il problema si è posto in maniera meno pressante in Francia, dove di norma le imprese privatizzate, relativamente efficienti, già agivano in mercati soggetti alla disciplina della concorrenza.

In molti casi, infine, l'obiettivo dell'efficienza si è tradotto in una serie di iniziative propedeutiche alla privatizzazione, più che in particolari tecniche di vendita. Si è infatti non di rado assistito, nel Regno Unito, a una fase di ristrutturazione o di mutamento delle responsabilità gestionali degli amministratori o della natura del rapporto di lavoro dei dipendenti (cfr. par. 3.4). Ciò ha consentito di mettere sul mercato, come si è già ricordato, imprese che avessero già le caratteristiche di un buon investimento finanziario. In alternativa, l'opera di ristrutturazione è stata direttamente affidata a un nuovo soggetto controllante⁴⁴: sul piano della tecnica di vendita ciò ha implicato la cessione della maggioranza azionaria a un unico individuo (private sale).

L'analisi delle esperienze inglese e francese ha sottolineato l'importanza dei vincoli esterni - costituiti principalmente dalla struttura del sistema finanziario, dall'assetto istituzionale del paese e dalle caratteristiche delle imprese da privatizzare - nel determinare la scelta delle modalità di cessione delle imprese.

Il grado di sviluppo del sistema finanziario nazionale e la partecipazione delle varie categorie di investitori al merca-

44. Se si individua una carenza di capacità gestionali, questa può rappresentare la soluzione più diretta.

to borsistico hanno contribuito a determinare il grado di sofisticazione delle tecniche finanziarie adoperate; hanno implicato funzioni diverse per gli operatori del mercato finanziario; hanno condizionato la stessa formulazione degli obiettivi. In Gran Bretagna, dove il mercato azionario e gli investitori istituzionali svolgono un ruolo molto ampio all'interno del sistema finanziario, in alcuni casi le vendite sono state effettuate con tecniche finanziarie relativamente sofisticate, combinando aste riservate agli intermediari professionali con offerte a prezzo fisso riservate ai piccoli risparmiatori, utilizzando sistemi di riparto relativamente complessi, come ad esempio nei sistemi definiti back-end tender e bookbuilt-simultaneous (tav. 1.1); in Francia invece il minore sviluppo dei mercati borsistici e la scarsa propensione dei risparmiatori all'investimento azionario hanno contribuito a determinare la scelta di utilizzare offerte di vendita a prezzo fisso insieme al collocamento di un pacchetto di controllo, pur minoritario, a un prezzo maggiorato.

Per quanto riguarda la connessione fra assetti istituzionali e metodi di vendita, il maggiore effetto, come si è più volte ricordato, è visibile nell'organizzazione del processo decisionale.

Le caratteristiche dell'impresa oggetto della vendita hanno condizionato anch'esse le tecniche finanziarie utilizzate. Com'è stato descritto nei paragrafi precedenti, le diverse combinazioni fra dimensione aziendale, redditività, quotazione azionaria o meno, settore d'appartenenza - e quindi concorrenzialità del mercato e caratteristiche del prodotto o servizio offerto - hanno influito sulle modalità dell'operazione, condizionando la stessa formulazione degli obiettivi, come ad esempio gli assetti proprietari. A un estremo si sono poste le grandi utilities britanniche: destinate a trasformarsi in public companies, esse sono state tipicamente corredate di golden shares e vendute al grande pubblico con offerta a prezzo fisso mediante tranches successive. All'altro estremo si sono poste le imprese

di piccole dimensioni, operanti in mercati concorrenziali: sia in Francia che nel Regno Unito esse sono state generalmente vendute in blocco al miglior offerente; in alcuni casi sono state cedute ai lavoratori e ai dirigenti con un buy-out.

4.3 La credibilità

L'esame delle esperienze francesi e inglesi ha sottolineato l'importanza, in tutte le fasi del processo di privatizzazione, della credibilità sia del venditore, sia del soggetto a cui viene trasferito il controllo dell'impresa⁴⁵. La credibilità dei contraenti riveste notevole rilievo anche nelle operazioni di compravendita mobiliare fra privati; in sua assenza ciascuna controparte, temendo di subire un danno, si premunisce richiedendo un adeguamento del prezzo dei titoli e/o riducendo le quantità che è disposta a scambiare - vedi Akerlof (1970). Nel caso delle cessioni di imprese pubbliche la credibilità del venditore assume un rilievo anche maggiore. In primo luogo, lo Stato ha il potere di modificare, anche successivamente all'operazione di compravendita, il contesto normativo entro cui opera l'impresa, e quindi il suo valore. Inoltre, le decisioni annunciate dal governo impegnano solo le parti politiche che le formulano; rimane aperta la possibilità che modifiche del quadro politico si riflettano in un diverso orientamento dell'esecutivo. Di qui l'opportunità che il governo vincoli se stesso e, per quanto possibile, i governi che gli succederanno, al rispetto delle condizioni di partenza attraverso forme di autolimitazione della propria discrezionalità. Il costo di comportamenti

45. Come si è già detto, nel primo caso ci si riferisce alla credibilità dell'impegno del governo a cedere il controllo societario ai privati e ad astenersi in futuro da interventi normativi che riducano la redditività dell'impresa. Con "credibilità degli azionisti di controllo" ci si riferisce invece alle garanzie che il quadro normativo e il mercato offrono agli azionisti di minoranza che i loro interessi siano tutelati.

difformi da queste indicazioni si tradurrebbe non solo in minori introiti, ma anche nel rischio di non trovare compratori.

Sia nel Regno Unito che in Francia sono state operate numerose scelte volte a rafforzare la credibilità del governo. L'impulso dato alla formazione di un azionariato diffuso è stato motivato con l'argomento che una vasta schiera di azionisti sarebbe stato il vincolo più efficace a iniziative di rinazionalizzazione o di imposizione di obblighi e divieti non contemplati all'atto della vendita. La credibilità del programma di privatizzazione è stata perseguita anche nelle fasi preparatorie delle dismissioni, accrescendo la trasparenza delle scelte governative; ciò ha richiesto, tanto in Francia quanto nel Regno Unito, l'accentramento delle responsabilità decisionali.

Ma altre importanti scelte sono state mirate all'accrescimento della credibilità del programma di privatizzazione. In Francia, al fine di evitare lo stato di incertezza connesso con vendite successive, le dismissioni sono state effettuate con un'unica operazione: con la rinuncia alla vendita per tranches, che pure avrebbe garantito una riduzione dell'underpricing e pertanto un maggior ricavo per lo Stato, si è evitato che sulle operazioni potesse influire il rischio di mutamenti del quadro politico. Nel Regno Unito, quando le dimensioni dell'impresa hanno richiesto che la cessione fosse effettuata in tranches successive, il controllo delle imprese è stato generalmente ceduto sin dalla prima operazione. Inoltre, la stabilità dei nuovi assetti proprietari delle società privatizzate è stata garantita in Francia mediante la costituzione dei nuclei stabili, piuttosto che attraverso le golden shares; tale scelta è stata volta a rafforzare le garanzie per i risparmiatori riguardo i rischi di "espropriazione" da parte dello Stato⁴⁶, resi particolarmente rilevanti dalla lunga tradizione di intervento

46. Cfr. Vickers (1992).

diretto del governo francese nell'economia. Una cessione del controllo condizionata da una golden share sarebbe stata infatti percepita come un indebolimento della volontà di rinuncia alle interferenze nella gestione. Viceversa, nel Regno Unito, in occasione della dismissione delle public utilities, poiché non sarebbe apparso credibile l'impegno del governo ad astenersi dall'esercizio dei propri poteri regolatori - compresa la fissazione delle tariffe - l'utilizzo di una golden share ha piuttosto rafforzato che indebolito la "vendibilità" dell'azienda. La golden share, infatti, definendo esplicitamente i margini di discrezionalità del governo entro limiti non facilmente valicabili, ha contribuito a una valutazione meno incerta dei titoli ceduti⁴⁷. Un'analoga funzione hanno svolto le golden shares introdotte per talune imprese operanti in settori di interesse strategico per l'economia e la sicurezza del paese, come la produzione di armi e lo sfruttamento delle risorse petrolifere del Mare del Nord.

La credibilità degli acquirenti del controllo assume rilievo centrale quando, in considerazione della dimensione dell'impresa o dell'obiettivo di ampliamento del mercato dei capitali, si miri alla diffusione fra una molteplicità di azionisti di una porzione rilevante, se non maggioritaria, della proprietà. Le modalità con cui rafforzare tali meccanismi - ad esempio rafforzando gli obblighi di OPA, garantendo ai piccoli azionisti la rappresentanza nel consiglio d'amministrazione o ampliando i poteri degli organi di controllo - dipendono da

47. Inoltre per le public utilities occorre contemporaneamente tutelare l'utente dallo sfruttamento della posizione monopolistica - garantendo la congruità del prezzo e la qualità del servizio - e rassicurare i compratori in merito alla stabilità della politica tariffaria e regolamentare in senso lato. In tale direzione hanno agito tanto le riforme della regolamentazione di settore, realizzate prima della dismissione, quanto l'introduzione, ove possibile, di elementi di concorrenza, nonché le stesse restrizioni alla concentrazione della proprietà.

molteplici fattori, tra i quali l'assetto istituzionale del paese e il modello proprietario dell'impresa. La loro analisi va tuttavia al di là delle finalità del presente lavoro; per una discussione si rimanda a Barca (1993) e Bianco (1993).

5. Osservazioni sulle privatizzazioni italiane

Il programma di privatizzazioni, presentato dal governo a metà novembre 1992, è divenuto formalmente esecutivo dal 30 dicembre⁴⁸. Le prime operazioni di privatizzazione previste attendono ora la precisazione di metodi, procedure e tempi, sebbene la delibera del CIPE dello stesso 30 dicembre e il disegno di legge sull'ampliamento del mercato mobiliare approvato dal Consiglio dei ministri il 15 gennaio scorso abbiano specificato alcuni punti. Pertanto il piano di dismissioni ha raggiunto una fisionomia piuttosto definita per taluni aspetti (perché privatizzare e cosa dismettere nella prima fase), mentre per altri (come realizzare le cessioni e cosa dismettere nel periodo più lungo) vige una situazione di relativa incertezza.

Nelle dichiarazioni d'intenti, gli obiettivi di efficienza economica (sotto forma di rafforzamento della struttura produttiva) e di allargamento della piccola proprietà azionaria prevalgono sulla massimizzazione delle entrate per lo Stato e su

48. Fra i due momenti è intervenuto il Parlamento, con propri suggerimenti e osservazioni. Il piano, denominato "Programma di riordino di IRI, ENI, IMI, BNL e INA", è stato preceduto dalla trasformazione dei principali enti pubblici economici in società per azioni (e da una ridefinizione della rappresentanza dello Stato nei consigli di amministrazione) in virtù del DL 11 luglio 1992, n. 333 (convertito con modificazioni nella L. 8 agosto 1992, n. 359), che disponeva, fra l'altro, la redazione del programma stesso. Questo provvedimento legislativo è stato peraltro solo l'atto finale di una lunga serie di iniziative del governo e parlamentari, che avevano prodotto anche un'altra legge (n. 35 del 29 gennaio 1992).

altri obiettivi minori. L'oggetto delle prime privatizzazioni programmate include imprese di grandi dimensioni operanti in settori concorrenziali: una banca (Credito italiano), una compagnia di assicurazioni (INA), alcune imprese industriali (Nuovo Pignone, attività industriali della SME), alcune attività commerciali (della SME); inoltre si prevede la cessione di quote dell'Agip e della public utility Snam. Iniziative di ristrutturazione propedeutiche all'eventuale dismissione sono poi previste per Ilva e Iritecna.

Dopo aver discusso le principali differenze tra la situazione italiana e quelle inglese e francese verranno illustrate alcune implicazioni riguardo le tecniche di dismissione più appropriate. Appare opportuno sottolineare che l'obiettivo principale della discussione è quello di porre in luce i problemi di maggior rilievo nell'attuazione delle privatizzazioni italiane. Le soluzioni proposte non esauriscono la gamma di quelle possibili, pur fornendo indicazioni al riguardo.

5.1 Caratteristiche dell'economia italiana

Con riferimento al processo di privatizzazione, i caratteri distintivi del contesto italiano sono costituiti dalla modesta redditività delle imprese pubbliche, dal basso grado di sviluppo del mercato borsistico, dall'esigenza di rafforzare la credibilità del programma di dismissioni. Un ulteriore fattore, che si riflette soprattutto sui tempi di attuazione senza avere tuttavia implicazioni dirette sulle modalità di vendita, è costituito dal momento congiunturale poco favorevole, i cui principali sintomi sono rappresentati dalla debolezza della domanda e dalla crescita della disoccupazione. Oltre a riflettersi sul valore delle imprese, e quindi sull'andamento delle quotazioni di borsa, ciò contribuisce a ridurre il cash-flow utilizzabile dalle imprese private per acquisire le azioni delle imprese pubbliche.

La redditività delle imprese pubbliche italiane, al di là del ciclo sfavorevole, risulta insoddisfacente per molteplici cause di carattere strutturale. La dismissione sul mercato richiede la rimozione dei cosiddetti oneri impropri che in passato hanno gravato sulle imprese pubbliche, principalmente a sostegno dell'occupazione; alternativamente, tali oneri devono essere individuati, al fine di consentirne la valutazione finanziaria. Qualora la conduzione dell'impresa risulti insoddisfacente, può essere necessaria la sostituzione della direzione aziendale o un'opera di ristrutturazione, da realizzare prima della vendita o da affidare a un nuovo soggetto controllante, al quale cedere la maggioranza azionaria o l'impresa in blocco. Le aziende in crisi strutturale, in passato sostenute da trasferimenti pubblici, non possono essere vendute e per esse vanno studiate soluzioni ad hoc, in considerazione dei problemi occupazionali e nel rispetto delle norme comunitarie.

Il mercato borsistico è di dimensioni relativamente modeste e non può contare su una forte presenza degli investitori istituzionali. Nel complesso, gli intermediari creditizi non detengono partecipazioni di rilievo, anche a causa di vincoli di varia natura al possesso azionario (cfr. Pesaresi, 1993). La gran parte della ricchezza finanziaria è rappresentata da titoli di Stato detenuti dalle famiglie, in larga misura in via diretta. Pertanto, il successo del programma di privatizzazioni considerato nel suo insieme richiederà il coinvolgimento dei piccoli risparmiatori: in Italia la diffusione del possesso azionario ("azionariato popolare") è una necessità prima che un obiettivo. Per questo aspetto, le tecniche di vendita più idonee sono le offerte pubbliche a prezzo fisso.

Il tema della credibilità, come si è detto più volte, riguarda tanto il governo quanto i nuovi soggetti controllanti. La credibilità del governo sarebbe rafforzata da iniziative che innalzino il costo finanziario o politico di un'interruzione del piano di privatizzazioni o anche di successivi mutamenti nella

regolamentazione che riducano il valore dell'azienda⁴⁹, specialmente per quanto riguarda le public utilities; alcune modalità per accrescere questo aspetto della credibilità saranno discusse nelle pagine successive.

La credibilità degli azionisti di maggioranza, ossia le garanzie offerte ai soci di minoranza, richiede iniziative parallele di carattere normativo. Obiettivi come la stabilità degli assetti azionari o la partecipazione di dipendenti alla proprietà dell'impresa non possono che essere perseguiti con gli strumenti già sperimentati all'estero, dei quali si è detto nei paragrafi precedenti.

5.2 Le privatizzazioni come veicolo di diffusione del possesso azionario

In Italia, il perseguimento di questo obiettivo è ancora più complesso che nel Regno Unito o in Francia, a causa della scarsa propensione dei risparmiatori italiani a detenere azioni, anche per la relativa maggiore volatilità delle quotazioni. Inoltre le esperienze degli altri paesi suggeriscono che il forte aumento iniziale del numero di azionisti viene riassorbito con rapidità; gli incentivi, sia di carattere finanziario che fiscale, forniti agli investitori hanno determinato risultati solo parziali, generando piuttosto forti profitti per gli operatori professionali e per i grandi investitori. Infine, la vendi-

49. Da questo punto di vista, l'appartenenza dell'Italia alla Comunità economica europea preclude discriminazioni a favore delle imprese pubbliche e rende sempre più difficile perseguire obiettivi extraeconomici che comportino costi e in ultima analisi trasferimenti pubblici. Questo riduce la probabilità che in futuro si verifichino interventi che impongano nuovi oneri impropri alle imprese privatizzate, nonché la stessa probabilità di rinazionalizzazione. Incidentalmente, si ricorda che la Commissione CEE ha recentemente assunto iniziative per ribadire i propri poteri di intervento qualora le stesse operazioni di privatizzazione includessero aiuti di Stato.

ta di azioni di valore incerto a investitori con un basso grado di informazione richiede un underpricing molto elevato. Occorre pertanto valutare con grande attenzione i casi in cui è opportuno perseguire tale obiettivo e gli strumenti da adoperare.

In alcuni casi i costi richiesti dall'obiettivo di massimizzare la diffusione delle azioni possono essere compensati dai vantaggi derivanti da una maggiore credibilità del governo (cfr. Vickers, 1992). Questo è il caso, come si è detto, delle imprese operanti in settori non concorrenziali (per esempio le public utilities), per le quali il rischio di riappropriazione dell'impresa da parte dello Stato - in senso lato, tramite la regolamentazione o con la scelta estrema della ri-nazionalizzazione - è maggiore. Un modo per fornire un segnale credibile sulla futura politica di regolamentazione del governo in carica e di quelli successivi può appunto consistere nell'accrescere i costi politici di un'operazione di riappropriazione, derivante dall'aver legato parte del reddito e della ricchezza finanziaria di un grande numero di cittadini al valore dei titoli dell'impresa.

La stessa funzione di dare stabilità alle variabili che condizionano il valore dei titoli ceduti e quindi di accrescere la credibilità del governo sarebbe svolta dalla preventiva ridefinizione del contesto regolamentativo del settore. A questo riguardo un ruolo fondamentale è svolto dalla politica tariffaria perché è questa la componente della regolamentazione che incide con maggior immediatezza sulla redditività attesa del titolo.

5.3 Le procedure di vendita, le golden shares e i nuclei stabili

I programmi di privatizzazione esaminati nel lavoro suggeriscono, come già più volte ricordato, che una chiara attribuzione delle responsabilità decisionali e un'elevata trasparenza delle procedure rappresentano requisiti fondamentali per

la buona riuscita delle dismissioni. Potrebbe essere inoltre opportuno accentrare le decisioni operative relative alle singole vendite presso un solo soggetto, dotato della necessaria autonomia decisionale, e costituire delle strutture di supporto stabili nella pubblica amministrazione, al fine di acquisire esperienza tecnica e capacità negoziale anche nei confronti dei consulenti e degli intermediari finanziari. La trasparenza dell'intero processo richiede che vengano chiarite le principali modalità in cui si articola ciascuna fase del processo, dalla selezione dei consulenti alla definizione del sovrapprezzo per i partecipanti al nucleo stabile, alla definizione delle clausole di riparto.

Un aspetto della trasparenza delle procedure e della stessa credibilità del programma riguarda l'uso che viene fatto delle golden shares, la cui istituzione è stata prevista nella delibera del CIPE e nel recente disegno di legge sulle disposizioni relative all'ampliamento del mercato mobiliare. Nel caso della cessione di public utilities o di attività giudicate "strategiche", può essere infatti necessario riservare al governo poteri di intervento. Andrebbero però sempre rispettati due principi fondamentali. In primo luogo, i diritti che lo Stato si riserva devono essere ben specificati. L'incertezza circa tali diritti, ad esempio circa il potere del governo di impedire l'assunzione di partecipazioni azionarie o su che cosa debba intendersi per divieto di mutare sostanzialmente l'attività caratteristica dell'impresa, può allontanare il più entusiasta dei compratori o, al meglio, deprimere ingiustificatamente il prezzo di vendita. In secondo luogo, l'estensione di tali diritti speciali e il loro eventuale sconfinamento negli aspetti gestionali dell'impresa devono essere tali da non mettere in dubbio che si stia cedendo il controllo effettivo. La violazione di questo secondo principio ha implicazioni analoghe al caso precedente, forse più gravi.

Per quanto concerne la stabilità della struttura pro-

prietaria, quando la vendita dia luogo a una proprietà dispersa, va considerato che il modesto sviluppo degli investitori istituzionali, in grado di svolgere il ruolo di azionisti di riferimento, determinerebbe un trade-off fra un'eccessiva esposizione dell'impresa a rischi di scalate e un insufficiente controllo sugli amministratori. In alcuni casi potrebbe essere pertanto opportuna, come previsto dal CIPE in analogia con il caso francese, la formazione di un nucleo stabile di azionisti che detenga un pacchetto consistente di azioni. Le funzioni attribuite ai nuclei stabili devono tuttavia tener conto delle caratteristiche dell'impresa.

Quando le imprese privatizzate sono caratterizzate da una conduzione ritenuta soddisfacente e il ruolo dei nuclei è in larga misura limitato alla garanzia della stabilità della composizione azionaria, senza che essi prendano parte alla gestione ordinaria dell'impresa, appare preferibile che i nuclei siano composti da numerosi partecipanti, ciascuno con una piccola quota del capitale. Questa strategia è stata quella più comunemente utilizzata nelle privatizzazioni francesi: la composizione del nucleo, che in generale deteneva nel complesso circa il 30 per cento del capitale, veniva effettuata in sintonia con il management dell'impresa, che non veniva di norma rimpiazzato. In questo caso l'attribuzione al nucleo stabile o a soggetti con esso collegati di ampi poteri operativi nella gestione dell'impresa non appare giustificato, dato il suo compito; la selezione dei partecipanti può essere effettuata mediante un meccanismo d'asta.

Al contrario, qualora l'impresa sia ritenuta inefficiente, il nucleo stabile può utilmente svolgere un compito più ampio, contribuendo anche alla ridefinizione delle strategie aziendali. In questo caso il nucleo potrebbe essere composto da un numero più ristretto di partecipanti, dotati, singolarmente e complessivamente, di una quota più elevata del capitale rispetto al caso precedente. Inoltre, i componenti del nucleo potrebbero

essere scelti tra i soggetti in grado di apportare un contributo determinante al risanamento aziendale. Questo tipo di strategia è stata adottata in Francia nel caso della privatizzazione della Matra, il cui nucleo stabile deteneva quasi la metà del capitale ed era incentrato su un'impresa multinazionale operante nello stesso settore. Poiché in questo caso la selezione dei partecipanti deve far riferimento in misura maggiore a valutazioni di carattere qualitativo, essa non può essere effettuata unicamente mediante meccanismi d'asta.

5.4 Le tecniche di dismissione

Un interesse particolare rivestono le modalità con cui collocare tra i risparmiatori le azioni di un'impresa di ampie dimensioni precedentemente non quotata, con lo scopo di coniugare gli obiettivi confliggenti del massimo ricavo e della più ampia diffusione del titolo. Questo argomento, pur non esaurendo la gamma dei problemi da risolvere in occasione delle cessioni delle imprese pubbliche, rappresenta nondimeno le maggiori difficoltà.

La letteratura finanziaria sulle offerte pubbliche di azioni ha posto in luce che la componente più rilevante dei costi connessi con le vendite di azioni non quotate è costituita dall'underpricing, ovvero dall'emissione di titoli a un prezzo inferiore alla successiva quotazione di mercato⁵⁰. Occorre per-

50. Si veda, ad esempio, Tinic (1988), Jenckinson e Mayer (1988), Beatty (1989). A commento della letteratura sulle initial public offerings occorre tuttavia aggiungere che l'importanza assegnata all'underpricing appare eccessiva, poiché il prezzo a cui il titolo viene venduto al pubblico e il prezzo della successiva quotazione in borsa sono solo parzialmente confrontabili, poiché il primo rappresenta il valore al quale viene scambiata una quota rilevante del pacchetto azionario, mentre il secondo rappresenta il prezzo marginale al quale si scambiano quantitativi di azioni relativamente piccoli. Qualora in borsa si verificasse un aumento dell'offerta di titoli la riduzione di prezzo che ne conseguirebbe provocherebbe una significativa riduzione

tanto valutarne le determinanti al fine di ridurne l'entità.

In primo luogo, l'esperienza delle privatizzazioni inglesi ha sottolineato che l'underpricing viene influenzato dal meccanismo con cui vengono allocati i titoli, risultando superiore nelle offerte pubbliche a prezzo fisso (offer for sale) rispetto alle vendite effettuate mediante meccanismi d'asta (tender offer); tuttavia, queste ultime risultano, sia nel caso delle aste a prezzo differenziato che in quelle a prezzo unico, difficilmente accessibili ai piccoli risparmiatori. Inoltre, per ciascuna modalità di vendita il discount risulta modesto quando i titoli collocati sono già quotati in borsa. Infine, l'underpricing dipende da altri fattori, tra cui l'errata previsione delle successive quotazioni di mercato; pertanto, ogni informazione che possa migliorare tale previsione consente di ridurre l'entità del discount.

In base alle precedenti considerazioni, appare preferibile frazionare le vendite in operazioni successive. Una prima quota del capitale sociale potrebbe essere ceduta mediante un meccanismo d'asta, per poi procedere con rapidità alla quotazione del titolo in borsa; ciò consentirebbe di ridurre l'underpricing iniziale e di generare a un costo contenuto, mediante la quotazione, le informazioni sul valore di mercato dei titoli. La parte rimanente del capitale potrebbe essere venduta in una o due tranches successive, mediante offerte pubbliche. Queste potrebbero avvenire a un prezzo prossimo, sebbene inferiore, al valore di borsa del titolo. Al fine di incentivare la partecipazione degli investitori - in particolare di quelli più piccoli, che spesso si accostano per la prima volta all'investimento azionario - la misura dell'underpricing, cioè la differenza fra il prezzo di collocamento e quello di borsa, dovrà essere gra-

(Continuazione nota 50 dalla pagina precedente)
dell'underpricing.

duata a seconda dell'ampiezza desiderata per la diffusione dei titoli fra il pubblico.

Tali suggerimenti comportano tuttavia alcune controindicazioni. Per quanto riguarda la prima vendita, come già accennato, l'asta potrebbe risultare complicata per i piccoli risparmiatori, determinando un'accoglienza poco favorevole dell'operazione; pertanto, qualora si decidesse di utilizzare tale meccanismo, sarebbe preferibile limitare il collocamento iniziale agli intermediari professionali e agli investitori istituzionali, sia italiani che esteri.

In secondo luogo, i vantaggi determinati dal frazionamento dell'offerta in tranches successive dipendono in misura rilevante dalla credibilità degli annunci del governo. Se la prima tranche rappresenta meno del 51 per cento del capitale sociale, la possibilità che la decisione di vendere la restante quota possa essere modificata (ad esempio in seguito a un cambiamento del quadro politico) rappresenta un rischio che il compratore sconterà nel formulare le proprie offerte di acquisto. In Francia tale eventualità ha assunto una notevole importanza: nel 1987, quando era elevata la probabilità che le elezioni presidenziali, allora imminenti, avrebbero potuto comportare un arresto per il programma di privatizzazioni, il governo francese decise di effettuare le vendite in un'unica soluzione, al fine di eliminare lo stato di incertezza determinato dal frazionamento delle vendite.

Tale problema può essere risolto in tre diverse maniere.

a) Si può trasferire sin dall'asta iniziale il controllo dell'impresa. Tuttavia, ciò riduce i vantaggi del frazionamento della vendita e, per un'impresa di ampie dimensioni, tale stra-

tegia potrebbe risultare di difficile attuazione⁵¹.

b) Può essere ridotto il periodo intercorrente tra la prima asta e le successive offerte a prezzo fisso, al fine di ridurre l'incertezza per gli acquirenti. Tale strategia è stata perseguita fino al limite estremo in Inghilterra, con il sistema bookbuilt-simultaneous, in cui le due operazioni avvenivano contemporaneamente e il prezzo dell'offerta al pubblico era determinato in base al prezzo di aggiudicazione dell'asta. L'inconveniente di questa tecnica è costituito dall'eccessiva pressione che potrebbe essere esercitata sul mercato azionario effettuando in tempi ravvicinati le diverse operazioni; nel caso di simultaneità, come nel sistema bookbuilt, il risparmiatore incorrerebbe in un'incertezza sul prezzo dell'acquisto.

c) Il governo potrebbe vincolarsi normativamente o contrattualmente al rispetto del programma annunciato. Ad esempio, in caso di mancato rispetto delle condizioni annunciate potrebbe essere prevista, per gli acquirenti che ne facessero richiesta, la restituzione delle somme investite più una penale pari al tasso BOT maggiorato del K per cento. Questa soluzione potrebbe consentire la necessaria flessibilità nell'individuazione del timing con cui effettuare le operazioni successive, al fine di cogliere le opportunità offerte da momenti favorevoli del mercato azionario.

5.5 Le funzioni degli intermediari

Le operazioni di vendita dei titoli azionari delle imprese pubbliche richiedono la partecipazione di intermediari che, su incarico del governo, prestino l'assistenza necessaria

51. La cessione della maggioranza del capitale potrebbe risultare più agevole qualora contemporaneamente alla vendita al pubblico si formasse un nucleo stabile di azionisti in grado di acquisire una quota rilevante del capitale.

all'operazione. Tra i servizi forniti riveste particolare rilievo quello di underwriting, in base al quale l'intermediario si impegna a intervenire in caso di collocamento parziale, acquistando in proprio i titoli invenduti. La prestazione di questo servizio è solitamente giustificata dal cosiddetto risk-sharing, ovvero dal desiderio dell'emittente di trasferire il rischio di un insuccesso dell'operazione dai suoi azionisti alle istituzioni che intervengono quali garanti. Per le operazioni di privatizzazione tale funzione può apparire poco rilevante, poiché il rischio di un eventuale insuccesso dell'operazione di collocamento sarebbe già ripartito su tutti i cittadini attraverso il sistema fiscale. Alcuni autori (ad esempio Vickers e Yarrow, 1988 e Mayer e Meadowcroft, 1985) - hanno pertanto sostenuto l'inutilità del servizio di underwriting in occasione delle privatizzazioni, e quindi l'ingiustificatezza delle spese sostenute per la sua prestazione.

Tale indicazione non tiene tuttavia conto dell'importanza dell'impegno assunto dall'intermediario al fine di garantire la congruità del valore dei titoli offerti: la valutazione espressa da un intermediario che goda di elevata reputazione e che si impegni ad acquistare al prezzo proposto i titoli invenduti fornisce un segnale di grande importanza per gli investitori. Ciò risulta tanto più vero per le compravendite da effettuare sui mercati internazionali, dove maggiore è l'esigenza di "segnalare" la credibilità della proposta: poiché il rapporto di fiducia stato-cittadino è assente o è meno cogente nei confronti dei risparmiatori esteri, il governo potrebbe avere un maggiore incentivo a tentare di sopravvalutare i beni; analogamente a quanto avvenuto in Francia, per le offerte da operare sui mercati internazionali sarebbe preferibile che il consorzio di collocamento comprendesse intermediari operanti nel paese destinatario dell'offerta.

Nelle offerte pubbliche i vantaggi derivanti dalla garanzia offerta dagli underwriters consentono di ridurre in misu-

ra significativa il costo sopportato dall'emittente per l'underpricing. In base ai risultati di Carter e Manaster (1990), sul mercato statunitense, nelle offerte pubbliche garantite da istituzioni con la più elevata reputazione, è stato registrato un discount tra il prezzo di emissione e la successiva quotazione di borsa pari a un quarto di quello rilevato in occasione di offerte garantite da intermediari di minore solidità e reputazione⁵².

Qualora le vendite fossero effettuate con la prestazione di garanzia di collocamento, occorre considerare l'insorgere di conflitti d'interesse tra l'emittente e gli underwriters. Infatti, se assumono l'impegno a sottoscrivere il quantitativo rimasto invenduto, gli intermediari hanno l'incentivo a sottovalutare i titoli in caso di offerte a prezzo fisso o a non formulare offerte in caso di vendita all'asta, al fine di contenere il prezzo di aggiudicazione; in questo secondo caso, qualora il peso degli underwriters tra i potenziali investitori risultasse rilevante, il loro comportamento potrebbe determinare l'insuccesso dell'asta⁵³.

52. L'underpricing rilevato da Carter e Manaster (1990) per i due gruppi di offerte è pari, rispettivamente, al 24,2 e al 6,8 per cento.

53. Tale situazione si è verificata in alcune delle aste effettuate per le privatizzazioni inglesi (cfr. Buckland e Davis, 1984).

Riferimenti bibliografici

- Akerlof, G. A. (1970), The Market For "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in "Quarterly Journal of Economics", n. 84, pp. 488-500.
- Andreff, W. (1992), Tecniche ed esperienze di privatizzazione in Francia: un modello per l'Europa dell'Est?, in "Economia e Banca", n. 3, pp. 373-99.
- Banque Nationale de Paris (1992), The French Privatization Experience, dicembre.
- Barca, F. (1993), Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 194.
- _____ e G. Ferri (1993), Crescita, finanziamento e riallocazione del controllo: teoria e prime evidenze empiriche per l'Italia, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.
- Beatty, R. (1989), Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings, in "Accounting Review", n. 64, pp. 693-709.
- Bianco, M. (1993), Il controllo nelle public companies, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 195.
- Bishop, M., e J. Kay (1991), Does Privatization Work?, London Business School, Centre for Business Strategy, pp. 7/D-48/D.
- Blandin, X. (1991), The French Experience in Privatization, Paribas, Working Paper.
- Buckland, R. (1987), The Costs and Returns of the Privatization of Nationalized Industries, in "Public Administration", vol. 65, pp. 241-57.
- _____ e T. Davis (1984), Privatisations Techniques and the PSBR, in "Fiscal Studies", n. 5, pp. 47-60.
- Cardilli, D., Pinzani, L., e P. E. Signorini (1993), Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria delle imprese in Germania, Regno Unito e Francia, Banca d'Italia, Temi di discussione, n. 197.
- Carter, R., e S. Manaster (1990), Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, in "Journal of Finance", n. 45, pp. 1045-68.
- Caves, R. E. (1990), Lessons from Privatization in Britain.

State Enterprise Behavior, Public Choice, and Corporate Governance, in "Journal of Economic Behavior and Organization", n. 13, pp. 145-69.

- Clutterbuck, D. (1991), Going Private, London, Mercury Books.
- Chiri, S. (1989), Privatizzazioni: tipologia, razionalità economica, principali esperienze, in Banca d'Italia, "Contributi all'analisi economica", n. 5, pp. 81-122.
- Colin, C. (1990), Selling the Family Silver: Has Privatization Worked?, London, Hutchinson.
- Delorme, R. (1991) Privatisation in France, University of Paris Nord, Working Paper.
- Fandella, P. (1988), Gli effetti delle privatizzazioni sul sistema finanziario britannico, Associazione per lo sviluppo degli studi di Banca e Borsa, quaderno n. 86.
- Frater, M. (1991), Kent County Council, in Clutterbuck (1991), pp. 201-19.
- Graham, C., e T. Prosser (1991), Privatizing Public Enterprises, Oxford, Clarendon Press.
- Jenckinson, T., e C. Mayer (1988), The Privatization Process in France and the UK, in "European Economic Review", n. 32, pp. 482-90.
- Mayer, C., e S. Meadowcroft (1985), Selling Public Assets: Techniques and Financial Implications, in "Fiscal Studies", n. 4, pp. 41-56.
- Moore, J. (1992), British Privatization. Taking Capitalism to the People, in "Harvard Business Review", gennaio-febbraio.
- National Audit Office (1989), Department of Trade and Industry: Sale of Rover Group plc to British Aerospace plc Ordered by the House of Commons, London, Her Majesty's Stationery Office.
- Padoa-Schioppa, T. (1991), Il processo di privatizzazione: sei esperienze a confronto (Audizione innanzi alla Commissione parlamentare bicamerale per la ristrutturazione e riconversione industriale e per i programmi delle partecipazioni statali), in Banca d'Italia, "Bollettino economico", n. 17.
- Pesaresi, N. (1993), Aspetti economici e normativi dell'attività degli enti creditizi rilevante per la riallocazione della proprietà, Banca d'Italia, Temi di discussione, in corso di pubblicazione.

- Price Waterhouse (1989a), Privatisation: Learning the Lessons from the UK Experience, London.
- _____ (1989b), Privatisation: The Facts, London.
- _____ (1990), Privatisation: The Facts, London.
- Stiglitz, J. (1985), Credit Market and the Control of Capital, in "Journal of Money, Credit and Banking", n. 2, pp. 133-52.
- Tinic, S. (1988), Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stocks, in "Journal of Finance", settembre, pp. 789-821.
- Vickers, J. (1992), Privatizzazione e rischio di espropriazione, in "Rivista di Politica Economica", n. 11, pp. 129-65.
- _____ e G. Yarrow (1988), Privatization: An Economic Analysis, Cambridge (Mass.), The MIT Press.
- _____ (1991), Economic Perspectives on Privatization, in "Journal of Economic Perspectives", n. 2, pp. 111-32.
- Vuyksteke, C. (1988), Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises, World Bank, Technical Paper, n. 88, vol. I.
- S. G. Warburg (1992a), Key Aspect in the Transfer of Ownership, London.
- _____ (1992b), Lessons from the United Kingdom Privatization Experience, London.
- Yarrow, G. (1989), Privatization and Economic Performance in Britain, in "Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy", n. 31, pp. 303-44.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI TEMI DI DISCUSSIONE (*)

- n. 174 — *Economie di scala e di diversificazione nell'industria bancaria: il ruolo dell'eterogeneità tra imprese*, di G. PARIGI, P. SESTITO e U. VIVIANI (luglio 1992).
- n. 175 — *L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali*, di F. BARCA e I. VISCO (luglio 1992).
- n. 176 — *Struttura finanziaria e riforme nei paesi dell'Europa centrale e orientale*, di P. CATTE e C. MASTROPASQUA (settembre 1992).
- n. 177 — *Creazione e distruzione di posti di lavoro in Italia*, di B. CONTINI, A. GAVOSTO, R. REVELLI e P. SESTITO (settembre 1992).
- n. 178 — *Private Saving and Government Deficit in Italy (1951-1990)*, di N. ROSSI e I. VISCO (ottobre 1992).
- n. 179 — *Implementing Stochastic Optimal Control of Nonlinear Models: A Comparison with Alternative Solution Methods*, di A. CIVIDINI e S. SIVIERO (ottobre 1992).
- n. 180 — *Rischio di tasso d'interesse e coefficienti patrimoniali: un'analisi dei regolamenti SIM*, di F. DRUDI e F. PANETTA (novembre 1992).
- n. 181 — *Mean Reversion Tests with Reflecting Barriers: An Application to European Monetary System Exchange Rates*, di C. A. BALL e A. ROMA (novembre 1992).
- n. 182 — *Concorrenza e discriminazione di prezzo nel mercato del credito in Italia*, di G. FERRI e G. GOBBI (novembre 1992).
- n. 183 — *Inflazione e dispersione dei prezzi relativi*, di M. CARUSO (dicembre 1992).
- n. 184 — *Durables and Nondurables Consumption: Evidence from Italian Household Data*, di A. BRUGIAVINI e G. WEBER (dicembre 1992).
- n. 185 — *Risk Sharing and Precautionary Saving*, di L. GUIISO e T. JAPPELLI (dicembre 1992).
- n. 186 — *Convergence of Inflation, Prerequisite for EMU*, di L. BINI SMAGHI e P. DEL GIOVANE (dicembre 1992).
- n. 187 — *Rating the EC as an Optimal Currency Area*, di L. BINI SMAGHI e S. VORI (gennaio 1993).
- n. 188 — *Industrial Countries' Protectionism with Respect to Eastern Europe: The Impact of the Association Agreement Concluded with the EC on the Exports of Poland, Czechoslovakia and Hungary*, di C. MASTROPASQUA e V. ROLLI (gennaio 1993).
- n. 189 — *Il ruolo della concorrenza nell'evoluzione delle politiche di raccolta delle banche italiane*, di D. FOCARELLI e R. TEDESCHI (gennaio 1993).
- n. 190 — *Finanza pubblica e indebitamento tra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, di G. SALVEMINI e V. ZAMAGNI (febbraio 1993).
- n. 191 — *Metodi per la stima in tempo reale della produzione industriale: una riconsiderazione e un confronto*, di GIUSEPPE SCHLITZER (marzo 1993).
- n. 192 — *Aspettative di cambio nello SME*, di ANTONIO ROMA (aprile 1993).
- n. 193 — *On the Economics of Interbank Payment Systems*, di P. ANGELINI e C. GIANNINI (maggio 1993).
- n. 194 — *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, di F. BARCA (maggio 1993).
- n. 195 — *Il controllo nella public company*, di M. BIANCO (maggio 1993).
- n. 196 — *Il gruppo di imprese come modello di controllo nei paesi ritardatari*, di S. TRENTO (maggio 1993).
- n. 197 — *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, di D. CARDILLI, L. PINZANI e P. E. SIGNORINI (maggio 1993).

(*) I «Temi» possono essere richiesti a:

*Finito di stampare
nel mese di maggio 1993
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma.*

