

*Note, dibattiti e documenti*



---

## Uno scambio di opinioni sulle privatizzazioni

Fulvio Milano\* e Paolo Savona\*\*

Caro Savona,

ho letto con vivo interesse il tuo saggio intitolato *Un disegno di politica industriale mancato. Riflessioni sulle privatizzazioni del Governo Ciampi quindici anni dopo*, pubblicato sul fascicolo n. 3/2007 della rivista *Economia Italiana*, poiché ho lavorato per alcuni decenni nel sistema delle imprese a partecipazione statale con incarichi dirigenziali di responsabilità.

Esso offre una lettura che chiarifica, finalmente, alcuni punti oscuri al grande pubblico. Questi riguardano la tormentata vicenda delle privatizzazioni, che, giova ricordarlo, è stata per dimensione e importanza una delle più gigantesche “vendite” avvenute a livello mondiale negli ultimi decenni. Mi ha interessato molto la discussione, riferita nel saggio, su uno dei dilemmi cardine delle privatizzazioni: se, cioè, procedere preordinando dei “noccioli duri” allo scopo di garantire un passaggio di mano senza scosse delle imprese cedute, in alternativa all’istanza di dare vita al cosiddetto capitalismo popolare nelle forme note in inglese con il termine *public company*.

Il tuo saggio riferisce come anche il Presidente di Mediobanca, Enrico Cuccia, preferisse la soluzione “nocciolo duro”, ritenendo il mercato finanziario italiano non ancora maturo per l’esperimento delle *public company*. Come la storia ha mostrato, quest’ultima è stata la strada poi seguita, quella di privatizzazioni realizzate senza alcun disegno complessivo di politica industriale con le conseguenze a tutti note, in alcuni casi con rilevanti riflessi negativi per il Paese, data la rilevanza di alcune grandi imprese.

---

\* Docente di Finanza Aziendale, LUISS Guido Carli, Roma.

\*\* *Editor* di *Economia Italiana*, Professore emerito di Politica Economica, LUISS Guido Carli, Roma.

Mi sono chiesto tante volte perchè è stata volutamente e, direi, cocciutamente, seguita la strada della *public company* che, nella migliore delle ipotesi, avrebbe determinato grossi problemi di governabilità effettiva e spesso avrebbe potuto lasciare le aziende in balia dei *manager*, con tutte le intuibili, maliziose conseguenze che ne sarebbero potute derivare, come tanti casi di disastri avvenuti in giro per il mondo hanno dimostrato.

La risposta che mi sono dato a questo quesito poggia sulla impressione che ho sempre avuto (impressione non fondata solamente su mere congetture mentali) lavorando all'interno del "sistema", e cioè che vi fossero state gigantesche e continue pressioni da parte del mondo della industria-finanza italiana e internazionale, interessato alle privatizzazioni, e di tutti gli altri ambienti con questo in fondo coinvolti, a cominciare dalla "politica"; pressioni dirette a evitare la formazione dei noccioli duri e a far vendere le azioni delle aziende privatizzande mediante diretta offerta al pubblico. E questo per due precise ragioni:

a) evitare di pagare un premio di maggioranza (assoluta o relativa) sul prezzo di cessione, il che sarebbe stato inevitabile nel caso della formazione di noccioli duri, con un ben più consistente maggiore esborso finanziario da parte degli investitori interessati alle privatizzazioni;

b) evitare di essere vincolati da "accordi" di privatizzazione, che avrebbero potuto comportare gravosi e costosi impegni futuri per i partecipanti ai noccioli duri, particolarmente in alcuni settori strategici o di base per il Paese.

Ne è conseguito che, in taluni casi, poiché il premio di maggioranza non era stato pagato – non essendosi costituiti i noccioli duri – ed era disponibile sul mercato, *raider* attenti hanno effettuato scalate con contenuto impegno finanziario – attraverso acquisizioni con forme di alto *leverage*, il cui onere è stato spesso scaricato sulla società privatizzata – e si sono appropriati del premio di maggioranza, che hanno monetizzato vendendo i pacchetti di controllo relativo a terzi. Così qualche grande azienda interessata da queste negative vicende dovrà faticare molto per risollevarsi. In altri casi, aziende fondamentali per lo sviluppo del Paese operano con logiche rispondenti ai soli interessi degli azionisti proprietari, senza alcun riguardo vero per i "bilanci sociali o morali" tanto di moda.

Dispiace constatare che su esperienze tanto rilevanti per la vita economica, sociale e politica del Paese non si sia mai neppure avviato alcun serio dibattito (il tuo saggio, a mia conoscenza, è l'unico contributo serio, approfondito e documentato al tema), quasi che si sia voluto stendere un velo pietoso su fatti e responsabilità dai quali sono derivate conseguenze anche gravi per l'ordinato e positivo sviluppo del sistema-Paese, senza contare il depauperamento indiretto che lo Stato ha ricevuto per non aver voluto "prezzare" al momento della vendita, attraverso i "noccioli duri", i premi di maggioranza dei quali si è poi appropriato il mercato. Un dibattito, questo, che avrebbe dovuto servire non certamente a tardive e sterili recriminazioni su un passato ormai superato, ma invece a trarre spunti e lezioni di esperienza per evitare di commettere analoghi errori in altre future importanti vicende di privatizzazione, che ancora attendono l'Italia.

Caro Milano,

il tuo scritto si colloca in una posizione diversa da quella consueta nella nostra professione, dove tutti criticano a parole, ma pochi mettono per iscritto il loro punto di vista, impedendo una più attenta valutazione dei problemi per migliorare le scelte politiche e le istituzioni.

Tu ritieni che all'origine di alcuni fallimenti nel rilancio della imprese pubbliche privatizzate vi sia stato l'intento dei potenziali acquirenti di non voler pagare il premio di maggioranza, anche perché avevano pochi soldi (erano cioè *raider* e non investitori-imprenditori), e, per le stesse ragioni, non essere vincolati da accordi di privatizzazione. Che presso alcuni vi fosse questo intento non è da escludere, anche se ritengo che il secondo aspetto faccia premio sul primo.

Ammettere una qualche fondatezza della tua interpretazione non mi induce ad attribuire il fallimento (ad esempio) della privatizzazione di Telecom al concomitante prevalere di queste due istanze sulle scelte fatte, ma alla confusione nascente dalla debolezza politica del Governo – e mia personale in quanto tecnico – e la forza dell'IRI, nonostante fosse in via di scioglimento. Non aver saputo scegliere tra le due formule – la

*public company* e il *noyau dur* – e aver optato per una via di mezzo ha creato i presupposti per l'insuccesso. Insuccesso o fallimento che va considerato dal punto di vista del mancato progresso sia degli assetti finanziari per stare al passo con l'evoluzione delle tecnologie, sia dell'affermarsi di un vertice gestionale all'altezza del compito. Né ha funzionato dal punto di vista della domiciliazione nel Paese di una telefonia in crescita, dato che gli assetti proprietari di Telecom e Omnitel hanno assunto la sostanza dei cavalli di troia dell'estero, replicati dalla reiterata esperienza pubblica negativa di Enel-Wind. Dico ciò, non perché sia contrario alla proprietà estera, ma perché essa si realizza in un ambito europeo dove ancora manca la volontà dei paesi membri di mettere le sorti in comune, mentre cresce la tutela degli interessi nazionali.

Le vicende seguite alla nazionalizzazione dell'industria elettrica degli anni sessanta – dove gli imprenditori che avevano percepito ingenti rimborsi non seppero reinvestirli, come si era sperato per digerire la decisione – avrebbero dovuto insegnare qualcosa. Ma così non fu.

Voglio aggiungere un'ulteriore riflessione sul prezzo pagato in direzione opposta a quella da te indicata. Nel mio scritto, al quale ti riferisci, ho ricordato l'ammonimento di Paolo Sylos Labini sui modi in cui andava fissato il prezzo delle privatizzazioni. Egli sottolineò che le imprese pubbliche godevano di posizioni di rendita, che innalzavano artificialmente il profitto. Se questa posizione veniva capitalizzata nel prezzo di vendita, il rendimento del capitale sarebbe stato più basso, rendendo vulnerabile il *management* e la proprietà. Questo è esattamente quello che è accaduto in talune privatizzazioni. Questo apparve chiaro nei programmi di privatizzazione dell'ENEL da me portati avanti nel Governo Ciampi. Il presidente dell'Antitrust, Saja, si rifiutò di approvare lo schema propostogli perché la concessione sarebbe dovuta durare 40 anni, mentre lui riteneva che 20 anni sarebbero stati più che sufficienti. Gli fu obiettato che ciò avrebbe dimezzato il prezzo, modificando le aspettative di incasso, piuttosto importanti per "far quadrare i conti" dello Stato all'epoca. Però forse l'esempio più chiaro è quello degli Aeroporti di Roma. Furono incorporate nel prezzo tutte le rendite di posizione, compreso il contributo previsto per la realizzazione di un altro molo di partenza (che solo dopo quasi un decennio è stato confermato). Subito dopo è stato imposto, per accordo europeo, l'*outsourcing* dei principali servizi aeroportuali per concorso pubblico. In breve, il rendimento del

capitale, rapportato al prezzo pagato per la privatizzazione della società, è precipitato drammaticamente e la società, anche perché gestita da *manager* mediocri, è stata costretta a ridurre le spese per la manutenzione e i nuovi indispensabili investimenti, facendo scendere il livello qualitativo ed estetico dell'aeroporto della Capitale.

Come ho scritto nel mio saggio, non ho mai considerato le privatizzazioni un modo per “fare cassa”, ma per “fare sistema”. In economia e in politica estera. Questo è possibile solo se il Governo mostra d'avere un disegno strategico e ha la forza di realizzarlo. Ossia, come ribadisco fin dal titolo, se ha una politica industriale, meglio sarebbe dire economica (ma il problema non cambia), all'altezza dei tempi. Ora siamo al *welcome sovereignty fund*, con una superficialità degna delle tradizioni.

