

COMMENTI E INCHIESTE

**STATO
E MERCATO**

Un'inedita ricerca sulle dismissioni in area Ocse rivela che in due casi su tre l'azionista pubblico conserva i suoi poteri sulle imprese anche dopo averle cedute

Le privatizzazioni «riluttanti»

Di **FRANCO LOCATELLI**

Si fa presto a dire privatizzazioni, ma nella maggior parte dei casi, anche quando apre il capitale ai privati e vende la maggioranza delle azioni, l'azionista pubblico non molla il controllo delle società. L'ultimo esempio è quello dell'Aem di Milano dove il Comune è sceso sotto la soglia del 50% del capitale ma poi, con un'autentica capriola statutaria, si è arrogato il diritto di mantenere il controllo di fatto sul consiglio d'amministrazione e sull'azienda.

*Golden share,
diritti di veto,
quote dirette
e indirette:
tutti i modi
di conservare
la presa*

Purtroppo tutto il mondo è paese e l'escamotage inventato dalla giunta comunale milanese non è un caso isolato. Lo documenta un'inedita ricerca sulle privatizzazioni in area Ocse condotta per la Fondazione Iri da Bernardo Bortolotti (Università di Torino e Fondazione Eni Enrico Mattei) e da Mara Faccio (Vanderbilt University, Usa).

Una ricerca (disponibile sul sito www.ssrn.com) che prende in esame un campione di 140 società privatizzate, in tutto o in parte, nel quinquennio che va dal 1996 al 2000 e che non potrebbe avere un titolo

più eloquente: «Privatizzazioni riluttanti».

Perché riluttanti? A spiegarlo è il più clamoroso dei risultati della ricerca e dell'indagine empirica che la sorregge: attraverso residue partecipazioni azionarie dirette o indirette, golden share o varie forme di diritti speciali, l'azionista pubblico influenza ancora il 62,4% delle società privatizzate. In altre parole, in quasi due terzi delle società privatizzate lo Stato mantiene ancora poteri di veto o di controllo.

Quando lo Stato conta di più. Un'altra sorpresa di grande interesse che emerge dalla ricerca in questione è che nel 29,79% dei casi presi in considerazione, lo Stato non solo è ancora presente nelle società formalmente privatizzate, ma di fatto risulta ancora il principale azionista. E, da primo azionista, conta molto di più di quanto non conti il primo socio privato in società comparabili.

Uno dei casi più emblematici, che la ricerca mette sotto i riflettori, è quello della Lufthansa, la compagnia aerea tedesca privatizzata in più tranche negli anni 90. Nella struttura della catena di controllo post-privatizzazione, ufficialmente lo Stato, alla fine del 1996, aveva solo una modesta partecipazione diretta, pari all'1,77% intestato al Land della Renania-Westfalia. Ma se invece si considerano le proprietà indirette, la situazione appare molto diversa e i rapporti di forza risultano letteralmente capovolti.

Infatti il 37,45% era in mano

alla KfW, una società formalmente privata ma comunque controllata dallo Stato come la nostra Cassa depositi e prestiti che non rientra nella pubblica amministrazione ma risponde pur sempre al Governo. E, come se non bastasse, la *longa manus* pubblica non cessava di allungarsi anche su altri soci privati: su Deutsche Postbank AG e su Deutsche Bahn AG, che nel '96 detenevano rispettivamente il 1,03% e lo 0,4% dell'aerolinea, ma che sono posseduti al 100% dalla Repubblica federale tedesca, e perfino su Mgl, che aveva in portafoglio il 10,05% di Lufthansa ma che è a sua volta controllata da azionisti dietro la metà dei quali c'è lo Stato bavarese. Sommando anche le partecipazioni indirette, lo Stato risultava così il maggior azionista di Lufthansa anche dopo la privatizzazione.

Secondo la ricerca, la riluttanza dell'azionista pubblico a mollare la presa è indubbia ma è un dato di fatto che va letto e interpretato in modo non schematico, visto che la propensione dell'azionista pubblico a mante-

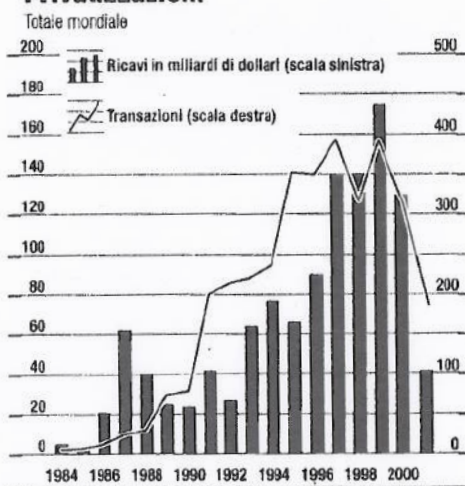
nere un'influenza sulle società privatizzate avviene sotto tutti i cieli e perfino in Paesi, come il Regno Unito, che hanno conosciuto la rivoluzione thatcheriana e che non possono certo essere sospettati di statalismo ma che, pur tuttavia, hanno mante-

zione che va fatta, e che la ricerca non manca di mettere in evidenza, è che la permanenza di poteri speciali dell'azionista in società aperte ai privati riguarda principalmente le *public utilities*, cioè imprese di particolare importanza strategica per qualunque Paese.

In secondo luogo — è questo è un altro spunto dello studio che merita di essere attentamente considerato — l'esistenza di una qualche forma di controllo pubblico, diretto o indiretto, non sembra penalizzare il valore e le performance di Borsa delle società privatizzate.

I casi classici sono sotto gli occhi di tutti e sono proprio quelli dell'Eni e dell'Enel, dove la partecipazione pubblica viene percepita dal mercato non tanto come un vincolo frenante quanto come un fattore di stabilità. Anche a costo di una minor efficienza e di una minor contendibilità del loro modello societario. Un motivo in più per riavviare la battaglia per le privatizzazioni, sia al centro che ancor di più a livello locale, ma per condurla nel modo più pragmatico possibile e alla luce di quanto l'esperienza degli ultimi vent'anni suggerisce.

Privatizzazioni



nuto in vita una forma sia pur leggera di *golden share*.

Diritti speciali che nel caso della Gran Bretagna valgono ancora per 17 delle società privatizzate e che proprio di questi tempi, anche l'Italia, su sollecitazione di Bruxelles, sta cambiando e alleggerendo per Enel, Finmeccanica, Eni e Telecom.

Controllo pubblico e valore di Borsa. La prima considera-

Premio Impresa e Cultura / Progetti innovativi