

## ANALISI

# Quanto conta il rischio politico

di **Bernardo Bortolotti\***

**I**n economia e finanza, il rischio politico viene principalmente studiato come problema dei Paesi emergenti. Se però consideriamo l'interferenza della politica nelle imprese, allora il rischio politico diventa rilevante anche nelle economie più sviluppate.

Qui in Italia il pensiero corre al veto alla fusione Abertis-Autostrade o alla disputa estiva fra il governo e Telecom Italia; in Europa, all'intervento del governo francese per bloccare l'acquisizione di Suez da parte di Enel o al caso Endesa-E.On. Il rischio politico certamente conta. Ma come possiamo misurarlo?

Un punto di partenza per affrontare il problema è analizzare i rendimenti azionari di un segmento del listino particolarmente esposto al rischio di interferenza politica: le privatizzate. Che queste società siano state di proprietà statale non è affatto casuale poiché forniscono beni pubblici o gestiscono infrastrutture strategiche. È quindi comprensibile che le privatizzate restino sotto l'influenza della politica, interessata quantomeno a mantenerle nell'ambito dei propri poteri regolatori. Ma l'entità del rischio politico a cui sono esposte dipende in parte dalle partecipazioni residue che lo Stato detiene in queste imprese. In particolare, a parità di altri fattori, risulteranno politicamente più rischiose quelle completamente (e recentemente) privatizzate. L'intuizione è semplice: se lo Stato rimane socio, si vincola a non intervenire in modo discrezionale a scapito dell'impresa dato che ne risulterebbe danneggiato

come azionista. Pur creando possibili conflitti di interesse, la presenza dello Stato nelle imprese quindi rassicura i soci privati, sostiene le valutazioni e abbassa il costo del capitale.

Una delle ultime ricerche della Fondazione Mattei ha tentato una verifica di questa ipotesi esaminando la performance dei titoli di 220 società privatizzate nei Paesi EU15 nel decennio 1995-2005, mettendo in relazione le serie dei rendimenti con l'evoluzione delle quote residue dello Stato. L'analisi delle strutture proprietarie di queste imprese conferma la forte riluttanza dei governi a cedere il controllo: oggi in Europa i governi controllano la maggioranza delle privatizzate con diritti di voto mai inferiori al 30 per cento.

Ma il risultato forse più interessante della ricerca è che i rendimenti annualizzati delle società in cui lo Stato non figura più tra gli azionisti sono significativamente superiori a quelli delle società ancora sotto controllo pubblico, con uno scarto pari al 5-7 per cento. Questo premio non sembra spiegato interamente dai fattori tradizionali quali il rischio di merca-

to, la dimensione d'impresa o le prospettive di crescita.

Si potrebbe obiettare che questa elevata performance rifletta la migliore redditività di imprese finalmente sottratte all'interferenza politica. Non è così: al contrario, sono le società ancora sotto il controllo pubblico a riportare un valore di mercato superiore.

Questi risultati consentono di trarre alcune conclusioni. Primo, il rischio politico sembra influire anche sui mercati azionari delle economie più sviluppate e può essere misurato. Secondo, il fenomeno non è solo domestico, ma europeo. Infine, il rischio politico contribuisce a spiegare perché i processi di privatizzazione spesso rimangano incompleti.

Siamo quindi destinati a convivere in Europa con gli intrecci fra pubblico e privato per costringere i governi a rispettare i contratti, evitare di ri-nazionalizzare le reti o realizzare le nuove infrastrutture? La ricerca non fornisce risposte conclusive, ma suggerisce che gli effetti economici del rischio politico possano comunque essere rilevanti.

\* Università di Torino e PB Co-ordinator