

**PRIVATIZZAZIONI:  
MECCANISMI DI COLLOCAMENTO ED ASSETTI PROPRIETARI.  
IL CASO STET**

**Paola Fabbri**

**Febbraio 1996**

**Abstract**

Due aspetti molto importanti del processo di privatizzazione sono la scelta della tecnica di collocamento e quella dell'assetto proprietario da dare all'azienda dismessa. La soluzione ad ognuno di questi due problemi risulta legata da un lato agli obiettivi di policy, dall'altro a "vincoli esogeni": struttura dei mercati finanziari, assetto istituzionale e normativo del Paese, caratteristiche dell'azienda. In ogni operazione di dismissione questi due problemi non possono essere considerati separatamente: si tratta di scegliere quel meccanismo di collocamento e quell'assetto proprietario che, tenendo conto dell'interrelazione tra condizioni strutturali, obiettivi e mezzi, consenta un pieno successo.

Tra le privatizzazioni previste dal Governo italiano viene presa in esame quella relativa alla STET.

Dopo aver delineato l'importanza strategica della finanziaria delle telecomunicazioni, la sua dismissione viene calata nel quadro del processo di privatizzazioni in atto e dello "stato di salute" del mercato azionario.

Il problema della scelta della tecnica di collocamento è affrontato in relazione all'efficacia di ognuna rispetto agli obiettivi di politica economica ed industriale.

L'analisi delle caratteristiche dei principali modelli di assetto proprietario è finalizzata a verificarne l'adozione nel caso italiano in generale e della STET in particolare.

**Parole chiave:** Regolamentazione, Privatizzazioni.

**Classificazione JEL:** L5, L33.

L'autore desidera ringraziare il Prof. Gian Maria Gros-Pietro, il Prof. Giovanni Fraquelli per l'insostituibile supporto fornito nel corso della realizzazione del lavoro ed il dott. Alessandro Sembenelli per i suggerimenti dati nella fase di revisione. Un ringraziamento è inoltre dovuto al dott. Alberto Mazzarelli, vice direttore centrale della STET, e alla dott.ssa Attilia Properzi, responsabile della sezione di economia aziendale presso la Scuola Superiore G. Reiss Romoli, per la disponibilità nel fornire informazioni e materiale bibliografico indispensabili alla stesura del presente articolo.

## **1. Introduzione**

La privatizzazione e l'apertura alla concorrenza delle aziende nazionali delle telecomunicazioni hanno assunto una dimensione mondiale. La liberalizzazione del settore è uno dei punti focali della politica comunitaria, finalizzata allo sviluppo di un mercato, su scala europea, dei servizi e delle infrastrutture di telecomunicazione. Il traguardo del 1998, quando anche l'ultimo monopolio della telefonia di base dovrà cadere, è ormai prossimo eppure ancora forti sono, e non solo in Italia, le resistenze dei gestori unici nazionali; è necessario guardare agli Stati Uniti e alla Gran Bretagna per avere un esempio di una maggiore apertura al mercato.

Anche nel nostro Paese la strada delle dismissioni, dopo alcuni indugi, è stata intrapresa e su questo campo viene difatti misurata, sui mercati internazionali, la credibilità del Governo nella volontà di risanamento dei conti pubblici e di riduzione del peso nell'economia da parte dello Stato.

Tuttavia il cammino verso la vendita dell'intera partecipazione pubblica nel capitale della STET sembra procedere a fatica, tra annunci di un imminente collocamento e bruschi arresti; per poter realizzare quella che è stata definita "la madre di tutte le privatizzazioni", è infatti necessario risolvere problemi molto delicati:

- quando privatizzare e dopo quali interventi sul settore e in tema di regolamentazione;
- come impostare le procedure di vendita e quale assetto dare all'azienda dismessa.

E su questi punti imperversano le polemiche e gli scontri, tra gli addetti ai lavori e tra le forze politiche.

Vengono analizzate nel presente lavoro le ragioni di un dibattito così acceso e ampio, che ha varcato anche i confini del nostro Paese. Innanzitutto viene esaminato il ruolo strategico della STET nel panorama dell'economia non solo italiana ma anche mondiale; quindi la dismissione della finanziaria delle telecomunicazioni viene calata nel quadro del processo di privatizzazione in atto e dello "stato di salute" del mercato azionario nazionale.

Il problema della scelta della tecnica migliore è affrontato in relazione all'efficacia di ognuna rispetto agli obiettivi di politica economica ed industriale che con le privatizzazioni è possibile perseguire.

L'analisi delle caratteristiche dei principali modelli di assetto proprietario è finalizzata a verificarne l'adozione nel caso italiano in generale e della STET in particolare.

### **2.1. Il ruolo strategico della STET.**

La STET è una delle maggiori imprese italiane presenti sul mercato azionario, con utili netti di circa 1200 miliardi nel 1994 e, tra le aziende possedute dallo Stato, dopo l'ENI la più importante in termini di fatturato (oltre 33.000 miliardi). Ma forse ciò che maggiormente

spiega l'accesa vivacità del dibattito è l'importanza strategica del servizio che la holding gestisce.

Il potenziale di sviluppo del settore è enorme; basta pensare che fino a qualche anno fa il telefono era considerato un lusso mentre oggi è presente in quasi tutte le case e le richieste degli utenti si sono orientate verso servizi sempre più sofisticati. La telefonia cellulare, i servizi a valore aggiunto hanno avuto un'ampia e rapida diffusione, per non parlare di Internet il nuovo modo di comunicare che ha coinvolto tutti, dagli esperti alle persone comuni. La vera rivoluzione, però, è destinata a realizzarsi nel prossimo futuro lungo "le autostrade dell'informazione". La progressiva unificazione delle telecomunicazioni, dell'informatica e della televisione rappresenta l'innovazione volta a cambiare il modo di comunicare ed è dunque su questo campo che si giocherà una delle più grandi partite tra i principali gestori di telecomunicazioni del mondo. E' inutile dire che sono in palio interessi enormi.

La comunicazione è senza dubbio il business più importante in una società entrata nella fase di terziarizzazione e lo sviluppo della multimedialità consentirà, in tempo reale e su scala mondiale, lo scambio di informazioni, rendendo possibili progetti, fino a poco tempo fa considerati fantascientifici quali il telelavoro, la teleistruzione, la telesanità, la televisione interattiva, l'accesso a biblioteche e a banche dati di tutto il pianeta senza bisogno di spostarsi dalla propria scrivania.

La STET è, con la sua presenza nell'area delle reti, dei servizi, del software, degli apparati e dei sistemi, delle applicazioni telematiche e multimediali, ciò che in Italia rappresenta tutto questo. Ecco spiegato il perché di tanta attenzione nei riguardi di questa privatizzazione.

## *2.2. Il collocamento della STET nel processo di dismissioni in corso.*

Ad aumentare il grado di incertezza su tale dismissione contribuisce un quadro normativo finora caratterizzato da una serie eterogenea di provvedimenti e da iter parlamentari estremamente travagliati, a conferma della importanza e delicatezza del problema delle dismissioni di aziende pubbliche.

Il collocamento sul mercato della STET, per comprendere tutte le possibili problematiche ad esso connesse, deve essere comunque guardato nel più ampio quadro delle privatizzazioni in atto.

Il piano delle dismissioni previste è piuttosto ambizioso. Nel carnet sono segnati la vendita delle quote residue di IMI (27%) ed INA (49%), per le quali si prevede un incasso di circa 1900 e 5400 miliardi rispettivamente. Ma gli appuntamenti più importanti sono quelli con la holding ENI, il cui valore complessivo è stimato in 50.000 miliardi e per cui il 21 novembre 1995 è stato realizzato il collocamento del 15-25% delle quote, con ENEL, valutata

intorno ai 30.000 miliardi, con la vendita della quota (61,27%) di STET in mano all'IRI, del valore di circa 17.000 miliardi<sup>1</sup>.

Appare evidente come, non solo la dimensione complessiva del programma ma anche quella delle singole operazioni, sia rilevante<sup>2</sup>; quindi si renderà necessaria un'accurata pianificazione dell'agenda delle dismissioni per non creare un ingolfamento del mercato e un possibile insuccesso delle singole operazioni. E' ancora più rilevante se si considerano le condizioni congiunturali e strutturali del mercato azionario del nostro Paese.

### 2.3. *Le privatizzazioni nel contesto del mercato finanziario italiano.*

La crisi della borsa valori italiana attualmente riflette l'instabilità del quadro politico-istituzionale interno amplificata da una crisi generalizzata delle borse internazionali.

Al di là di tali elementi contingenti il panorama finanziario italiano è caratterizzato da un mercato azionario asfittico, una limitata presenza degli investitori istituzionali, un modesto investimento del risparmio familiare in quote azionarie.

I valori riportati nella tabella 1 mettono a confronto la dimensione del mercato italiano con quello delle principali borse mondiali. I dati evidenziano come la nostra borsa valori sia sotto dimensionata sia in termini di numero di società quotate, un terzo di quelle francesi e tedesche, un decimo di quelle inglesi e statunitensi, sia in termini di capitalizzazione rispetto al Pil, sia in termini del peso del mercato interno su quello mondiale appena l'1,5% contro il 35,5% degli Usa, il 30,2% del Giappone, il 9,6 % del Regno Unito, il 4,2% della Germania, il 3,8% della Francia. Altro indicatore dello scarso sviluppo del mercato borsistico nazionale è il volume degli scambi.

Dal lato dell'offerta una così scarsa ampiezza della borsa valori è dovuta ad una concomitanza di fattori: la prevalenza, nel panorama industriale italiano, di piccole e medie imprese a controllo quasi esclusivamente familiare, riluttanti alla quotazione in borsa; il finanziamento delle imprese da parte dello Stato in sostituzione di capitale di rischio; il peso dei titoli pubblici nelle scelte di portafoglio degli investitori; il ritardo con cui si è raggiunta la liberalizzazione dei movimenti di capitale.

Dal lato della domanda si avverte una bassissima presenza di investitori istituzionali, quali i fondi chiusi e i fondi pensione, ed una scarsa propensione delle famiglie verso i titoli a

---

<sup>1</sup> L'approvazione in Parlamento del Disegno di Legge istitutivo delle "Authority per i servizi pubblici" (10 novembre '95) è una tappa fondamentale nel processo di privatizzazione delle imprese di pubblica utilità. In particolare l'azienda elettrica nazionale, per la quale contestualmente al disegno di legge è stata creata la specifica Autorità, potrebbe arrivare sul mercato nei primi mesi del '96, mentre la privatizzazione della STET dovrà attendere il completamento dell'iter parlamentare per l'istituzione dell'Organo di regolamentazione sulle telecomunicazioni.

<sup>2</sup> Si stima che in complesso la vendita di ENI, ENEL e STET, dovrebbe rastrellare circa 47.000 miliardi pari ad oltre il 16% della capitalizzazione della borsa valori di Milano.

reddito variabile. E' ovvio, comunque, che quest'ultima è una scelta forzata se si considerano il differenziale sui rendimenti eccessivamente a favore dei titoli di Stato, necessario per assicurare il finanziamento del debito pubblico, e il più elevato grado di rischio dei titoli azionari, riflesso proprio dello scarso sviluppo del mercato che aumenta la volatilità delle quotazioni.

#### 2.4. *Capacità di assorbimento del mercato azionario: alcune considerazioni.*

Sorge così l'interrogativo sulla capacità del canale borsistico di sostenere con successo operazioni di privatizzazione rilevanti quali appunto quelle predisposte dal Governo italiano.

Analizzare tale potenzialità in maniera statica appare tuttavia eccessivamente riduttivo. Il mercato mobiliare, ormai non più fisicamente definibile dal momento che le quotazioni girano sul sistema telematico, è l'insieme delle operazioni di vendita e acquisto di titoli o, per rubare la definizione di Von Hayek, "un sottile sistema di comunicazione" che si nutre di informazioni, aspettative ed umori. Perciò non ci si può interrogare sul successo di un collocamento senza considerare chi fa l'offerta, cosa si offre, quali sono le condizioni e le modalità: sono le singole operazioni che si realizzano sul mercato a determinarne il cambiamento e l'evoluzione (Vitale - Van Lanker - De Vecchi 1991).

Certamente la bassa percentuale di possesso azionario in Italia e la presenza di un numero esiguo (rispetto alle principali piazze estere) di società quotate non sono una garanzia per una risposta positiva del mercato. Le cause della ristrettezza della borsa valori nazionale sono molteplici e complesse; solo la loro rimozione può consentire una positiva conclusione delle operazioni di privatizzazione.

L'immissione di nuove azioni sul mercato mobiliare potrebbe favorire l'ingresso di nuovi azionisti solo se in qualche modo l'offerta riuscisse a creare la propria domanda. Diventa fondamentale a tal proposito predisporre misure ad hoc per vincere la diffidenza che i piccoli risparmiatori hanno finora dimostrato: innanzitutto instaurando un clima di fiducia attraverso una politica di privatizzazioni chiara, che riveli apertamente gli obiettivi da perseguire e le modalità da utilizzare; in secondo luogo portando avanti un'efficace comunicazione su ogni singola operazione in modo da favorire una maggiore conoscenza dell'azienda che si sta vendendo; infine eliminando le cause del crowding-out dell'investimento azionario operato dalla massiccia presenza dei titoli del debito pubblico nei portafogli finanziari delle famiglie italiane.

La creazione di una maggiore domanda è estremamente importante: se ciò non avvenisse infatti, non solo fallirebbero le operazioni di privatizzazione in atto, ma si causerebbe una ripercussione negativa sul mercato che vedrebbe aumentato solo il numero di

azioni negoziate ma non l'afflusso di nuove risorse, con conseguente abbassamento generale delle quotazioni.

Dei segnali positivi sulla possibilità di successo possono provenire dall'esperienza inglese. La rilevanza straordinaria della prima tranche relativa al collocamento della British Telecom lasciava presupporre, nonostante la dimensione della borsa valori inglese fosse già ampia, l'incapacità di assorbimento da parte del mercato. Il successo dell'operazione è stato invece di dimensioni impreviste: le richieste furono quattro volte superiori al quantitativo offerto (3012 azioni per un valore complessivo di 3920 milioni di sterline). Un contributo importante alla formazione di una domanda così ampia è stato svolto da una massiccia campagna pubblicitaria che rese le azioni di British Telecom il secondo prodotto più reclamizzato della Gran Bretagna. Ciò mostra come sia possibile suscitare l'interesse del pubblico e che il mercato possa essere più ampio di quanto si pensi.

Tuttavia, affinché il piano di privatizzazioni in atto possa concludersi con successo, è necessario procedere in modo organico seguendo una strategia che crei le condizioni stesse di tale successo, in cui perciò obiettivi e mezzi coincidono e si compenetrano.

### **3. Tecniche di collocamento ed obiettivi del processo di privatizzazioni**

#### *3.1. Le tecniche di collocamento*

Nel quadro di un programma di privatizzazione, il problema di scelta della tecnica di collocamento è un aspetto particolarmente rilevante e delicato poiché la decisione di adottare una specifica metodologia non può avvenire a caso ma è frutto di un accurato processo di valutazione che tenga conto di un'insieme di fattori: configurazione del sistema finanziario, assetto istituzionale del Paese, obiettivi assegnati alle dismissioni, caratteristiche dell'azienda da vendere.

Nel condurre ogni singola operazione di collocamento bisognerà quindi definire quella tecnica che, tenendo conto dell'interrelazione tra condizioni strutturali, obiettivi e mezzi, consenta un pieno successo.

Il ventaglio delle metodologie tra cui scegliere, è piuttosto ampio. I rilevanti processi di privatizzazione condotti all'estero hanno portato ad un affinamento e ad una sofisticazione dei metodi da utilizzare. Un utile spunto per la soluzione del problema può venire perciò guardando alle esperienze internazionali e adattandole alla realtà economica, istituzionale, normativa e finanziaria del nostro Paese.

Le numerose metodologie tecnico-finanziarie possono essere classificate in due grandi categorie:

- offerta pubblica di vendita
- vendita diretta.

Una brevissima descrizione delle principali varianti in cui ognuna delle due procedure di dismissione può essere attuata, ci consentirà di analizzare i legami esistenti tra i fattori che entrano nel processo di valutazione e la scelta della modalità di vendita.

Un'offerta pubblica di vendita viene attuata attraverso il collocamento sul mercato dei titoli, già o non ancora oggetto di quotazione, rappresentativi del capitale dell'azienda da dismettere. La cessione delle azioni può avvenire a prezzo fisso, stabilito prima dell'offerta, (Offer For Sale), oppure con un meccanismo ad asta (Tender Offer). In questo caso si stabilisce un prezzo minimo di accettazione delle domande di acquisto ed il prezzo di vendita è quello che consente la soddisfazione dell'offerta.

Il meccanismo del bookbuilding-simultaneus prevede la combinazione del sistema di asta marginale, per la quota dell'offerta rivolta agli investitori istituzionali e simultaneamente il collocamento a prezzo fisso (inferiore a quello determinato in asta) tra i piccoli risparmiatori

Nel Back-End Tender gli investitori istituzionali sottoscrivono l'intera offerta a prezzo unico; nel caso in cui la domanda dei risparmiatori superi una soglia definita, scatta la clausola del claw-back che riduce la quota assegnata agli investitori istituzionali; questi ultimi acquisteranno in parte a prezzo fisso ed in parte con asta competitiva.

Nella vendita diretta, invece, l'impresa viene ceduta ad un'altra società (Private Sale) o ad un gruppo di investitori istituzionali (Private Placing) attraverso una negoziazione bilaterale, in cui lo Stato ed il potenziale acquirente definiscono i termini della vendita, oppure attraverso un meccanismo ad asta in cui, una volta stabilito il prezzo minimo, l'azienda viene venduta al migliore offerente. Costituisce un caso particolare la vendita al gruppo dirigente (Management Buy-Out) o ai dipendenti (Employee Buy-Out) attuate nei casi in cui si voglia garantire una continuità nella gestione e salvaguardare gli interessi dei lavoratori.

### 3.2. *Gli obiettivi*

Non è facile definire in maniera chiara cosa si intende raggiungere con un processo di privatizzazione. I programmi di denazionalizzazione attuati all'estero, in molti casi significativi, hanno avuto origini e motivi di fondo generalmente differenti.

Da un punto di vista strettamente teorico (Public Choice School) la riduzione dell'intervento pubblico nei diversi settori dell'economia viene visto come rimedio al "fallimento dello Stato" ed alla inefficienza che esso comporta.

Se si guarda all'esperienza inglese, tuttavia, è possibile vedere come la più rilevante esperienza di privatizzazione, relativa alla British Telecom, che ha dato il via ad altre importanti operazioni, nasca da considerazioni legate alla finanza pubblica, pur se in

concomitanza con dichiarazioni di intenti e con i diversi obiettivi indicati. La società telefonica britannica aveva infatti predisposto un rilevante piano di investimenti. La politica economica predisposta dalla signora Thatcher, d'altro canto, intendeva perseguire una strategia finanziaria di medio periodo volta al contenimento del fabbisogno finanziario del settore pubblico. L'evidente incompatibilità tra contenimento del fabbisogno e finanziamento di investimenti, da tutti giudicati necessari, ha aperto la strada all'idea di privatizzare un'impresa operante in un mercato non concorrenziale, in modo da finanziare gli investimenti senza pesare sui conti pubblici.

Fare un elenco degli obiettivi che si intendono perseguire con la denazionalizzazione deve, perciò, essere considerato un tentativo di definire un generico quadro in cui poter calare ogni singola operazione.

Alcuni dei punti indicati nel piano di privatizzazioni del nostro Paese, sono:

- contribuire al risanamento della finanza pubblica;
- migliorare l'efficienza delle imprese sottraendole dalla logica pubblica ed orientandole verso stili manageriali che favoriscano la loro internazionalizzazione;
- ridurre l'eccessiva presenza dello Stato nella sfera economica eliminando la collusione tra politici corrotti e imprese pubbliche;
- favorire la concorrenza in settori finora caratterizzati da un regime monopolistico;
- allargare le dimensioni del mercato azionario;
- consentire una maggiore diffusione della proprietà azionaria tra i piccoli risparmiatori.

Gli obiettivi assegnati al processo di dismissioni sono numerosi e spesso tra loro contrastanti; non essendo possibile riuscire a raggiungerli tutti contemporaneamente è necessario che il Governo, in ogni particolare operazione, dia priorità ad alcuni anziché ad altri scegliendo di conseguenza la tecnica di vendita più adatta.

### 3.3. *L'efficacia delle tecniche di collocamento nel centrare gli obiettivi delle dismissioni*

Per cercare di evidenziare i legami tra i meccanismi di dismissione e l'efficacia nel perseguimento degli obiettivi è possibile procedere ad una classificazione<sup>3</sup> di questi ultimi in tre categorie:

- Obiettivi strategico - economici. La privatizzazione viene vista come uno strumento di politica economico-industriale. Si tratta di individuare i settori strategici in cui lo Stato debba continuare ad operare e quelli da cui disimpegnarsi. La decisione di intervento diretto non dipende dalla rilevanza strategica di un settore: il Governo può infatti uscire dalla

---

<sup>3</sup>Riprendiamo per tale tassonomia l'impostazione presente in "Le privatizzazioni in Italia" di Preda, Ruozi, Baronio, Giorgino (1993) ed in "Privatizzazioni, Fusioni ed Acquisizioni" di Iacci, Trichilo (1993) - Cap.5.



gestione dell'impresa dismessa ma continuare a detenere il controllo su decisioni di particolare importanza attraverso la ritenzione di una "golden share". Il ridimensionamento della presenza pubblica nell'economia è quindi un problema di riallocazione delle risorse per l'ottimizzazione del portafoglio pubblico, attraverso un diverso impiego delle risorse liberate, e per miglioramento del benessere collettivo, attraverso un recupero di efficienza e competitività.

- Obiettivi finanziari. Il processo di dismissioni è valutato in termini di contributo al riequilibrio del bilancio dello Stato.

- Obiettivi di sviluppo del mercato borsistico. Le privatizzazioni sono un mezzo per l'ampliamento del mercato borsistico nazionale e per un maggior coinvolgimento dei piccoli risparmiatori nell'investimento azionario.

Per ognuna delle principali tecniche di vendita, il grado di efficacia nel perseguimento delle tre classi di obiettivi viene indicato in sintesi nella tabella seguente e commentato nei due paragrafi che seguono.

Tecniche	Obiettivi				
	Strategico-Economici	Finanziari	Dimensione Borsa	Capitalismo Popolare	
Vendita diretta	- Asta	Medio/Alto	Alto	Nullo	Nullo
	- Contrattazione privata	Medio/Alto	Alto	Nullo	Nullo
	- Management by out	Medio/Alto	Medio	Nullo	Nullo
Offerta	- Prezzo fisso	Medio	Medio	Alto	Alto
Pubblica	- Asta	Medio	Medio/Alto	Alto	Medio
Vendita	- Book-building	Medio	Medio/Alto	Alto	Alto

### 3.3.1. Efficacia della vendita diretta

La scelta di una controparte con cui definire la vendita, o di una cerchia di potenziali acquirenti che partecipano al meccanismo di asta, risponde ad una precisa volontà del Governo di affidare l'azienda a soggetti con elevate capacità manageriali e competenze organizzative. Nel caso in cui l'asset oggetto di cessione richieda particolari interventi di ristrutturazione è possibile includere nel processo di contrattazione precisi accordi e garanzie sulle modalità di riorganizzazione, sul piano e sull'entità degli investimenti futuri.

Nella decisione di dismissione diretta entra perciò una motivazione economico-strategica: garantendo all'azienda una guida basata su criteri imprenditoriali di redditività e di competitività, la ridefinizione del portafoglio pubblico può portare ad una più efficiente allocazione delle risorse (il grado di efficacia nel raggiungimento di tale obiettivo è quindi indicato in tabella come medio-alto).

La possibilità di contrattare o di mettere ad asta la vendita dell'azienda può consentire allo Stato di "far cassa" e perciò di centrare anche gli obiettivi finanziari. Nel processo di valutazione, infatti, entrano da un lato fattori oggettivi (basati su misure patrimoniali e reddituali) dall'altro fattori soggettivi che tengono conto delle potenzialità di sviluppo e di redditività che un nuovo indirizzo gestionale e strategico può garantire: se l'azienda è appetibile, un meccanismo ad asta che coinvolga più "pretendenti" può risultare particolarmente efficace nel massimizzare i ricavi della vendita. Nel management buy-out, invece, la cessione al gruppo dirigenziale è finalizzata ad assicurare una continuità nella gestione, in questo caso l'obiettivo finanziario non è preminente (grado medio in tabella). Non sempre, tuttavia, gli obiettivi strategici e quelli finanziari risultano contemporaneamente raggiungibili: quando la decisione di vendere un'azienda è motivata da scarsa redditività, inefficienze nella gestione, rilevante sforzo in termini di investimenti necessari per la riorganizzazione, pur essendo preferibile tale modalità di dismissione, è difficile riuscire ad ottenere un incasso rilevante.

Infine, poichè la cessione diretta non prevede un collocamento attraverso il canale borsistico, è ovvio che il contributo all'ampliamento del mercato finanziario e dell'azionariato popolare sia nullo.

### *3.3.2. Efficacia dell'offerta pubblica di vendita*

Il collocamento di titoli rappresentativi del capitale dell'azienda dismessa sul mercato azionario è un mezzo per ampliarne la dimensione, perciò si ricorre ad un'offerta pubblica di vendita quando obiettivo preminente del processo di privatizzazione è lo sviluppo del mercato borsistico.

Il contributo che tale tecnica dà alla diffusione del capitalismo popolare è in un primo momento<sup>4</sup> legato alla modalità di fissazione del prezzo. Il collocamento presso un pubblico

---

<sup>4</sup>La valutazione del contributo dato dall'O.P.V. al coinvolgimento dei piccoli risparmiatori deve essere fatta nel medio-lungo periodo. Le esperienze di privatizzazione fatte all'estero, principalmente in Gran Bretagna, hanno mostrato infatti che il numero di risparmiatori presenti nel capitale delle aziende dismesse, molto alto immediatamente dopo il collocamento, è andato diminuendo. I piccoli risparmiatori, particolarmente favoriti dal Governo nel momento dell'emissione rispetto agli investitori istituzionali, in termini di percentuale di quote da assegnare e di agevolazioni riconosciute, hanno preferito in molti casi uscire dall'investimento realizzando un guadagno immediato in conto capitale molto sostanzioso legato alla sottovalutazione iniziale del titolo al momento dell'emissione. In alcuni casi sono stati perciò previsti dei tempi minimi di possesso azionario.

quanto più ampio rende necessaria la massima chiarezza del prezzo di vendita e semplicità nelle operazioni di prenotazione ed acquisto dei titoli (propri del collocamento a prezzo fisso) mentre l'incertezza del meccanismo ad asta potrebbe scoraggiare i piccoli risparmiatori (il grado di efficacia per una più ampia diffusione del possesso azionario risulta in questo caso inferiore rispetto all'offerta pubblica a prezzo fisso, vedi tabella).

Inoltre l'offerta pubblica di vendita può essere attuata con numerose agevolazioni (rateazioni dei pagamenti, buoni sconto, assegnazioni gratuite) che la rendono particolarmente adatta per centrare l'obiettivo del capitalismo popolare.

L'incentivo più frequentemente riconosciuto ai piccoli risparmiatori è comunque il collocamento ad un prezzo relativamente contenuto. L'underpricing, valutato in termini di variazione tra il prezzo di emissione e la quotazione registrata sul mercato secondario nel periodo immediatamente successivo, se da un lato è efficace per avvicinare i piccoli risparmiatori all'investimento azionario, dall'altro risulta conflittuale con gli obiettivi finanziari (da cui un livello di efficacia medio in tabella).

Un'O.P.V. realizzata con un meccanismo ad asta ridurrebbe il rischio di sottovalutazione del titolo e consentirebbe maggiori entrate per le casse dello Stato (grado medio/alto dell'obiettivo finanziario) ma l'incertezza sul prezzo allontanerebbe i piccoli risparmiatori, poco propensi al rischio (livello medio per in corrispondenza dell'obiettivo di sviluppo del capitalismo popolare).

Il collocamento tramite asta tuttavia non è sempre più efficace nel massimizzare i proventi delle dismissioni. Per rispondere alle critiche avanzate ad un eccessivo underpricing nelle offerte a prezzo fisso (fino al 91% nel caso della British Telecom), il Governo Britannico optò in diversi casi per un meccanismo ad asta. Gli sconti furono più contenuti ma il prezzo minimo di aggiudicazione risultò troppo alto, cosicché il quantitativo offerto non fu totalmente sottoscritto. In ultima analisi i ricavi della vendita furono inferiori a quelli che sarebbero stati ottenuti con un prezzo più appropriato<sup>5</sup>.

Un tentativo per conciliare l'obiettivo della massimizzazione del prezzo di vendita (e quindi dei proventi delle privatizzazioni) con quello di favorire l'azionariato popolare potrebbe essere rappresentato dal meccanismo del bookbuilding-simultaneus, che prevede un collocamento differenziato, ad asta per gli investitori istituzionali e a prezzo fisso per i piccoli risparmiatori. La preferenza per questi ultimi può essere riconosciuta attraverso un meccanismo di claw back che riassegni al pubblico, nel caso di una sottoscrizione in eccesso, più azioni del previsto, sottraendole agli investitori istituzionali, secondo un sistema di riparto predefinito.

---

<sup>5</sup> Un elemento da non trascurare per spiegare il parziale fallimento delle operazioni ad asta è che gli investitori istituzionali che partecipano alla gara si impegnano ad acquistare, al prezzo minimo, la parte di quote eventualmente non aggiudicate e quindi possono essere incentivati a domandare in asta una quantità inferiore per poi acquistare le azioni invendute ad un prezzo più vantaggioso.

L'offerta pubblica di vendita mira ad una suddivisione del capitale dell'azienda tra numerosi e piccoli azionisti, quindi comporta la separazione tra proprietà e controllo. In una struttura proprietaria di tipo Public Company il perseguimento dell'efficacia produttiva è legata alla minaccia di scalata o a una retribuzione dei managers secondo schemi di incentivo ottimali. Se tali fattori non esistono, il frazionamento della proprietà tra i piccoli azionisti può portare ad una gestione dell'azienda secondo criteri non rispondenti alla massima efficienza<sup>6</sup>. Perciò il grado di efficacia nel raggiungimento di obiettivi economico-strategici risulta inferiore rispetto alla vendita diretta.

### 3.3.3. *Obiettivo finanziario: offerta pubblica di vendita o vendita diretta?*

Supponiamo che con la dismissione di un particolare asset pubblico il Governo intenda massimizzare le entrate. L'obiettivo di "far cassa" è plausibile una volta che siano stati valutati gli effetti della privatizzazione in funzione degli obiettivi strategico-economici. Il problema a questo punto è di individuare la strategia migliore, quella cioè che consenta di realizzare il maggiore incasso, tra una vendita a prezzo fisso ed una con un meccanismo ad asta.

E' possibile dimostrare<sup>7</sup> che la scelta dipende dalla distribuzione delle asimmetrie informative tra chi vende (il Governo) e chi acquista. Quando il Governo è meno informato sul valore dell'asset rispetto ai potenziali acquirenti (che fronteggiano un costo d'informazione nullo o molto basso) è preferibile ricorrere ad un meccanismo ad asta perché in questo modo il Governo riesce ad entrare in possesso dell'informazione degli investitori. Se invece il Governo ha una maggiore informazione sul valore dell'impresa da vendere diventa importante assumere un ruolo attivo nella fissazione del prezzo e nel trasmettere ai potenziali acquirenti tali informazioni.

Applicando l'underpricing nell'offerta iniziale si riesce a trasmettere informazione a tutti gli investitori: se il numero degli acquirenti (quelli che valutano positivamente l'impresa) alla prima emissione è elevato si avrà un aumento del prezzo sul mercato secondario e quindi il Governo potrà collocare le successive azioni ad un prezzo vicino al valore effettivo.

Queste conclusioni sono valide nel caso in cui l'obiettivo primario sia di massimizzare il ricavo della vendita. Il problema diventa estremamente complesso quando si aggiungono altre finalità; ciò è vero sia perché gli obiettivi sono spesso in conflitto tra loro sia perché non esistono contributi teorici rilevanti che possano guidare i Governi nella scelta della tecnica migliore.

Nel caso di privatizzazione di una public utility, per esempio, il ricavo che il Governo riuscirà a spuntare dipende dalla credibilità del suo impegno a non interferire con la gestione

---

<sup>6</sup> Si veda par. 5.2. per le problematiche connesse con l'assetto proprietario di tipo Public Company.

<sup>7</sup> Si veda Emanuela Carbonara "Privatizzazione ed impresa pubblica: uno studio di teoria economica" CIRIEC 1993- Cap. VII.

futura dell'impresa; per evitare di applicare un underpricing eccessivo è preferibile istituire una golden share con cui si faccia chiarezza sul ruolo che lo Stato assumerà successivamente alla vendita.

#### *3.3.4. Dimensione dell'azienda dismessa e struttura dei mercati finanziari nella scelta della tecnica di collocamento*

La scelta della tecnica di dismissione, certamente legata agli obiettivi che con le dismissioni si vuole perseguire, non può prescindere da altri fattori quali il "cosa" si vende e la struttura dei mercati finanziari.

Nel caso di aziende di piccole dimensioni e bassa redditività può essere preferibile un collocamento diretto presso un acquirente che operi nel medesimo settore e sia in grado di fornire, oltre che risorse finanziarie anche competenze specifiche e capacità organizzative. Questo permetterebbe di migliorare l'efficienza dell'impresa e contemporaneamente di realizzare un maggior incasso rispetto al collocamento sul mercato. Le caratteristiche di tali aziende non le renderebbero infatti appetibili agli occhi dei piccoli risparmiatori e perciò si dovrebbe applicare un underpricing eccessivo.

Il canale borsistico è invece da preferire quando la cessione riguarda aziende di grandi dimensioni o operanti nel campo delle public utilities. In questi casi, infatti, prevale da una parte una motivazione di carattere ideologico che vuole favorire un'ampia diffusione, presso i risparmiatori, dei titoli rappresentativi del capitale di aziende che forniscono servizi di pubblico interesse. Dall'altra c'è una motivazione pratica: può risultare difficile trovare acquirenti in grado di corrispondere ammontari rilevanti.

Un ruolo particolarmente importante nella decisione del metodo di collocamento è svolto dalla struttura del mercato finanziario in quanto questa determina la possibilità di adottare una maggiore o minore sofisticazione delle procedure e un diverso coinvolgimento degli investitori istituzionali. Non solo. Determina anche la formulazione degli obiettivi poiché, come abbiamo visto, le privatizzazioni sono in molti casi finalizzate proprio allo sviluppo del mercato.

Nelle operazioni di dismissione realizzate nel Regno Unito ed in Francia la scelta del canale borsistico, in entrambi i casi determinata dalla volontà di favorire un maggior "capitalismo popolare", si colloca in due realtà differenti: un mercato ampio e caratterizzato da una forte presenza degli investitori istituzionali il primo, un mercato ancora sotto dimensionato il secondo.

Nel nostro Paese, la diffusione dell'azionariato, uno dei punti centrali del piano di dismissioni predisposto dal Governo, rappresenta forse una strada obbligata, dato che la ricchezza finanziaria, detenuta sotto forma di titoli di Stato, è prevalentemente detenuta dalle famiglie; il problema non è quindi quello di creare risorse, invogliando al risparmio, ma

riorientare, direttamente o indirettamente, verso l'investimento azionario, ciò che oggi trova impiego in altre attività finanziarie.

Gli ostacoli da superare sono la bassa propensione e la mancanza di una cultura verso l'investimento azionario, che in Italia sono in parte determinate dai più alti rendimenti dei titoli pubblici e dalla maggiore volatilità (e quindi rischio) delle quotazioni azionarie. Si tratta da un lato di condurre un processo di privatizzazioni organico che favorisca un ribilanciamento dei portafogli finanziari dei risparmiatori con un maggior peso dei titoli a reddito variabile, dall'altro di attuare modalità di vendita capaci di attrarre l'attenzione dei piccoli risparmiatori. Un elemento fondamentale in tal senso è costituito dalla comunicazione intesa sia in senso più ampio, come la pubblicizzazione delle caratteristiche peculiari del processo di denazionalizzazione che il Governo intende attuare, sia in riferimento alla specifica operazione di vendita di ogni singola azienda.

La scelta di realizzare l'offerta a "prezzi convenienti" può costituire un importante elemento per un buon esito del collocamento e può contribuire a diffondere inoltre un clima favorevole per i successivi collocamenti. Per evitare tuttavia che le dismissioni possano essere viste come una "svendita dei gioielli di famiglia" è possibile prevedere forme di incentivi, affinché il piccolo risparmiatore non rivenda le proprie quote appena abbia raggiunto un soddisfacente capital gain e per raggiungere una maggiore diffusione del capitalismo popolare nel più lungo periodo anziché solo immediatamente dopo il collocamento.

#### **4. Caso STET: quale tecnica di collocamento?**

Le dimensioni e le caratteristiche di public utility della finanziaria delle telecomunicazioni indicano nell'offerta pubblica la tecnica di collocamento da preferire. La vendita attraverso il canale borsistico contribuirebbe inoltre al perseguimento dei due principali obiettivi assegnati alle dismissioni, l'allargamento del mercato e dell'azionariato popolare, che con la vendita diretta non potrebbero essere raggiunti.

La STET è una società che opera in un settore dalle enormi potenzialità di sviluppo; già quotata sia sul mercato nazionale che sul mercato internazionale Seaq di Londra, è una delle blue chips che riscuote il favore degli operatori e che dal 27 luglio '95 ha debuttato nella borsa di New York<sup>8</sup>. Il fatto che la STET sia già conosciuta ed apprezzata, non solo tra gli addetti ai lavori, è un elemento che potrebbe rendere più facile la pubblicizzazione della vendita e lascia pensare che il classamento della società di telecomunicazioni non dovrebbe incontrare particolari problemi di insuccesso sia presso i piccoli che presso i grandi investitori.

---

<sup>8</sup> I titoli della STET sono trattati al New York Stock Exchange (NYSE) in forma di American Deposit Share (ADS), ciascuna rappresentativa di 10 azioni STET.

Un problema delicato è senz'altro la scelta della data di privatizzazione. Innanzitutto l'ostacolo principale è costituito dall'assenza dell'Autorità di settore. In secondo luogo il collocamento all'attuale quotazione, fortemente sottovalutata rispetto al valore effettivo della finanziaria, significherebbe "svendere" la società penalizzata dalla generale perdita dei corsi fatta registrare dal mercato azionario negli ultimi anni. Un ulteriore elemento che fa riflettere è l'accoglienza "piuttosto tiepida" che i piccoli risparmiatori hanno mostrato nella recente privatizzazione di ENI, dopo la pesante delusione per l'esito dei collocamenti degli istituti bancari, cui ha fatto da contrappeso il favore riconosciuto dagli operatori finanziari, sia nazionali che internazionali.

Sulla base di questa esperienza e dato l'interesse mostrato dagli investitori istituzionali (proposta di acquisto a fermo lanciata da Mediobanca nel marzo '95) nei confronti della STET si potrebbe pensare ad un meccanismo di bookbuilding simultaneus. Ripartendo in due parti le quote da collocare si piazzerebbe quella presso i piccoli risparmiatori a prezzo fisso mettendo all'asta quella riservata agli intermediari. Questi ultimi dovrebbero così far entrare nella formulazione delle proprie proposte di acquisto non solo la componente contingente, espressa dalla quotazione del mercato, ma anche, ed appare più importante, la valutazione dei fondamentali dell'azienda.

## **5. Assetti proprietari**

Il già acceso dibattito sulle privatizzazioni acquista maggiore vivacità quando si affronta il problema della scelta dell'assetto proprietario che l'azienda, oggetto di vendita, dovrà assumere. L'ago della bilancia oscilla tra la soluzione della public company a quella del nocciolo duro; come è accaduto in occasione della dismissione di aziende creditizie i fautori dell'uno o dell'altro schieramento mettono, a turno, sui due piatti le motivazioni a sostegno della propria tesi senza che l'ago riesca a puntare con decisione in direzione di una delle due alternative.

Nel caso della vendita della finanziaria delle telecomunicazioni la posizione del Governo sembra propendere a favore di un "assetto misto" in cui l'azionariato diffuso conviva con un gruppo di azionisti di riferimento appartenenti al settore finanziario; in questo modo si intende conciliare il perseguimento del "capitalismo popolare" con la garanzia di una maggiore stabilità di un'azienda che opera in un settore, giudicato strategico, quale quello delle telecomunicazioni.

Per poter comprendere quali sono i motivi del contendere è necessario illustrare le caratteristiche peculiari dei modelli di proprietà, collegandoli alle realtà economiche, politiche ed istituzionali dei paesi in cui ognuno di essi si è affermato: public company nel mondo anglosassone, modello tedesco-giapponese, nocciolo duro in Francia.

### 5.1. *Public Company*

L'assetto e la struttura di controllo caratteristici del Regno Unito vengono associati a quelli prevalenti negli Stati Uniti e identificati nel cosiddetto modello anglosassone. La proprietà, frazionata tra soggetti che detengono ognuno una quota minima, al limite nulla, del capitale è separata dal controllo, affidato a managers<sup>9</sup>.

La garanzia per una gestione efficiente dell'azienda è in questo caso legata al cosiddetto "market for corporate control": quando gli azionisti ritengono che l'impresa non sia ben guidata possono vendere le proprie quote a scalatori ostili "ottenendo in conto capitale i profitti non ottenuti sotto forma di dividendi". Il mercato per il controllo societario spingerebbe perciò i managers ad un comportamento ottimale. D'altro canto la pressione che deriva dalla competizione per la gestione dell'azienda, potrebbe indurre il management ad un atteggiamento "short termism": se i managers sono esposti al rischio di acquisizione ostile ogni volta che il prezzo delle azioni scende sotto il livello giudicato ottimale dal mercato e se il mercato dei capitali valutasse più le scelte che alzano il rendimento di breve periodo, rispetto a quelle orientate alla massimizzazione del profitto nel lungo periodo, allora sarebbero "costretti" a prendere decisioni che diano rendimenti immediati<sup>10</sup>.

Per eliminare le cause di tale comportamento "miope", nel corso degli anni '80, sono state introdotte negli USA forme di tutela per i managers in caso di take over (premi di uscita, i cosiddetti "paracadute dorati") e provvedimenti che rendono più difficile le acquisizioni ostili (necessità di maggioranze elevate per l'approvazione di offerte di acquisto, attribuzione di diritti speciali per gli azionisti quando l'azienda sia oggetto di acquisizione, introduzione di diritti di voto differenziati).

Il dibattito si è focalizzato di conseguenza sulla definizione di una valida regolamentazione: se tali misure correttive sono necessarie, diventa fondamentale stabilire norme chiare e competenze specifiche che favoriscano la trasparenza dell'informazione, definiscano i doveri degli agenti coinvolti, controllino il mercato dei capitali.

Gli investitori istituzionali giocano in tale contesto un ruolo fondamentale offrendo quelle risorse professionali e finanziarie necessarie per la raccolta ed elaborazione delle informazioni, per la valutazione delle imprese, per il coordinamento degli azionisti.

Se, quindi, i presupposti per un funzionamento efficiente del modello di public company sono l'esistenza di un mercato borsistico ampio, di una regolamentazione specifica,

---

<sup>9</sup> Mentre nel caso americano tale dispersione vede coinvolte, in forma diretta o indiretta, in modo prevalente le famiglie, in Gran Bretagna risulta in modo più evidente il peso degli investitori istituzionali

<sup>10</sup> Anche ipotizzando dei mercati efficienti, perciò in grado di valutare correttamente le decisioni del management, un comportamento "short termism" potrebbe essere dovuto all'asimmetria informativa a favore dei managers. Questi potrebbero perciò prendere decisioni che alzano i rendimenti attuali (su cui gli azionisti si basano per valutare i rendimenti futuri) facendo "ciò che il mercato vuole" anziché gli interessi dell'azienda.



di forti intermediari, è necessario tenere presenti tali elementi per poter giudicare, in ogni realtà nazionale, la validità di tale modello.

Nel più importante processo di privatizzazione condotto nel mondo occidentale a partire dagli anni '80, quello inglese, l'assetto proprietario prevalente è stato la public company; potendo contare su un efficiente mercato dei capitali e sulla presenza di investitori istituzionali, tale scelta era mirata allo sviluppo del "capitalismo popolare". Nelle più significative operazioni di dismissione è stato introdotto, come elemento correttivo al mercato per il controllo societario, lo strumento della "golden share" così che il passaggio dal pubblico al privato avvenisse senza eccessivi contraccolpi, permettendo alle società di adeguarsi al nuovo regime proteggendole nel contempo da scalate ostili. Nel capitale dell'azienda in vendita viene, cioè, inserita un'azione speciale, dal valore nominale di una sterlina, posseduta dal Governo o da un suo rappresentante, attraverso la quale lo Stato intende tutelare i cittadini impedendo che società di interesse nazionale, spesso public utilities, possano essere oggetto di take over ostili o di una eccessiva concentrazione del controllo.

Il meccanismo della golden share ha subito attraverso gli anni modificazioni in base alla rispondenza del mercato, inoltre le caratteristiche in cui si formalizza sono strettamente legate ad ogni singola azienda venduta; in tutti i casi in cui è stato applicato elementi comuni sono stati la definizione del limite massimo alla partecipazione di ogni singolo azionista o gruppo ed il diritto di veto a proposte di delibere particolarmente rilevanti. Generalmente è stata fissata la durata per l'esercizio di tali diritti speciali; alla fine del periodo stabilito l'azione viene convertita dal Governo: l'azienda, dopo questo periodo di "rodaggio", viene liberata dalla supervisione dello Stato e affidata esclusivamente al controllo del mercato.

## *5.2. Modello tedesco-giapponese*

Al sistema di controllo anglosassone può essere contrapposto quello emergente in Germania e, con stretta analogia, in Giappone, perciò definito modello tedesco-giapponese: l'elemento unificatore delle due realtà è l'importanza rivestita dal sistema bancario e dalle partecipazioni incrociate tra aziende.

Il finanziamento della crescita del sistema industriale è avvenuto, sia nel Paese centro-europeo che in quello nipponico, attraverso il coinvolgimento diretto di una "Banca Principale". Questa non è semplicemente azionista, ma eroga credito di ogni genere ed entità, detiene le deleghe dei piccoli azionisti, fa consulenza. Il legame molto stretto che intercorre tra l'azienda e la "propria banca", riducendo le asimmetrie informative, consente di svolgere in modo migliore l'attività di finanziamento e di consulenza. In più il rapporto di lungo periodo mette il management nelle condizioni di una maggiore tranquillità nel processo decisionale: sarebbero così evitati gli effetti negativi dello "short termism" indotti dalla minaccia di take

over ostili nel sistema del "market for corporate control". La supervisione diretta dei managers assicurerebbe una stabilità nel controllo e quindi dell'azienda; i critici preferiscono, però, evidenziare gli effetti negativi che derivano dai complessi processi di concentrazione e dai saldi legami tra il mondo imprenditoriale e quello creditizio: un processo decisionale spesso rigido ed una bassa creatività ed assunzione dei rischi da parte del management.

### 5.3. *Modello Francese*

Il processo di privatizzazione francese ha avuto come oggetto principale aziende operanti nel settore bancario, finanziario, assicurativo ed un ristretto numero in quello industriale. Il piano, redatto dal governo liberale nel 1986, non prevedeva la dismissione di public company in regime monopolistico. Gli obiettivi delle operazioni di denazionalizzazione miravano a ridurre il forte peso dello Stato nell'economia, contemporaneamente a favorire lo sviluppo del mercato borsistico e la diffusione del "capitalismo popolare".

Il mercato dei capitali aveva in Francia, come in Italia, dimensioni ancora modeste; al contrario del nostro Paese, invece, le imprese pubbliche erano caratterizzate da livelli di efficienza e di redditività soddisfacente: il management, non politicizzato, adottava criteri di gestione imprenditoriali. Il passaggio dal pubblico al privato non doveva portare ad un mutamento nei metodi di conduzione aziendale e ad un avvicendamento nei vertici ma anzi doveva garantire una certa continuità degli indirizzi strategici.

Per evitare il pericolo di take over ostili ad opera di gruppi economico-finanziari, sia nazionali sia stranieri, che portassero ad una estromissione del management e quindi un mutamento nella conduzione dell'azienda<sup>11</sup>, si è realizzato un assetto proprietario caratterizzato dalla presenza di un "nucleo stabile" di azionisti.

La supervisione ed il coordinamento delle operazioni di vendita, sono affidati al Ministero delle Finanze che decide i componenti del nucleo e la quota da assegnare ad ognuno di essi. Gli azionisti di riferimento, generalmente in numero di 10-20, appartenenti a gruppi industriali e finanziari, si impegnano ad acquistare una quota complessiva del 20-30% del capitale, e a detenere la propria partecipazione per un periodo prestabilito sufficientemente lungo.

Ad imitazione della golden share britannica, anche se in maniera più limitata<sup>12</sup>, il Governo francese ha introdotto nella vendita di aziende dal particolare rilievo strategico una

---

<sup>11</sup> La creazione di noyaux durs è stata peraltro adottata nei casi di aziende con livelli di redditività poco soddisfacenti, in questo caso per favorire lo sviluppo di iniziative innovative che migliorassero la performance dell'azienda.

<sup>12</sup> Rispetto al caso inglese la necessità di proteggere da scalate ostili attraverso diritti speciali da parte del governo non è in Francia così forte in quanto la presenza del nocciolo duro è di per sé garanzia di stabilità del controllo.

*action spécifique* con la quale si è riservato, per alcuni anni, il diritto di gradimento, all'assunzione di una quota superiore al 10% del capitale dell'azienda.

## **6. Privatizzazioni in Italia: quale assetto di controllo.**

L'esposizione dei principali modelli proprietari ci consente di affrontare il problema sulla forma di controllo da adottare nel nostro Paese per le società oggetto di privatizzazione.

Non esiste, ovviamente, una soluzione più efficiente in assoluto, dato che la ottimalità di un modello dipende dalle caratteristiche peculiari della realtà istituzionale, economica e finanziaria in cui esso è applicato. Assume inoltre rilevanza l'azienda oggetto di vendita.

Di questi elementi è necessario tener conto per non ridurre il dibattito sull'assetto di controllo ad una sterile disputa tra impostazioni politiche ed ideologiche opposte e per riportare, perciò, il dibattito sul giusto binario affrontando il problema, più opportunamente, dal punto di vista economico e di strategia industriale.

L'assetto di controllo ed insieme quello industriale del settore sono elementi che determinano le scelte sulle modalità del processo di privatizzazione e ne influenzano l'esito. E' importante quindi che vengano definite in modo chiaro le direttive di "politica industriale" così da instaurare un clima di assoluta fiducia nei mercati e per portare a termine al meglio le dismissioni.

### *6.1. La peculiarità del caso italiano*

Confrontando la struttura italiana della proprietà con quella dei principali paesi emerge che le caratteristiche del sistema del nostro paese sono del tutto particolari.

Il quadro che è possibile delineare mostra la presenza preponderante della proprietà familiare e di quella pubblica, una bassa performance delle aziende statali, un mercato dei capitali per ampiezza ed efficienza inferiore a quello degli altri Paesi industrializzati, che lamenta l'assenza di forti investitori istituzionali oltre che la mancanza di valide forme di controllo e di requisiti di trasparenza. Non è possibile prescindere da queste realtà nel condurre le operazioni di privatizzazione.

L'adozione del modello anglosassone consentirebbe lo sviluppo del capitalismo popolare, uno dei principali obiettivi del piano di dismissione; la proprietà risulterebbe, in modo più "democratico", suddivisa tra una moltitudine di piccoli azionisti, il management verrebbe liberato dai condizionamenti del nucleo stabile ed il controllo sull'efficace conduzione dell'impresa verrebbe affidato al mercato. Se da un lato tale soluzione deve essere auspicata, come del resto è prevista nei documenti governativi, per un ruolo più incisivo delle famiglie nel mercato azionario dall'altro sorge il dubbio della sua realizzabilità.

Data la dimensione rilevante del risparmio privato il processo di privatizzazione in Italia deve coinvolgere i piccoli risparmiatori; è anche vero tuttavia che il "market for corporate control" può funzionare in modo ottimo solo in presenza di requisiti basilari: un mercato dei capitali efficiente, la trasparenza delle informazioni, forme valide di regolamentazione, presenza di forti intermediari. Se questi sono i presupposti per un funzionamento efficiente del modello di public company sorgono dubbi sulla possibilità di applicazione al caso italiano.

Ci si chiede quanto tempo dovrà passare perché l'Italia possa avere un mercato adeguato al livello del suo sviluppo economico, non è possibile costruire tutto questo in laboratorio, né aspettarsi che d'incanto il problema sia risolto da un buon sistema normativo: occorre invece che si diffonda la "cultura" della trasparenza e del controllo, ciò ovviamente non può realizzarsi da un giorno all'altro.

#### *6.2.1. La possibile soluzione per STET: "assetto misto"*

Il coinvolgimento del risparmio familiare è, per il nostro paese, una strada obbligata oltre che un obiettivo da perseguire: nella difficoltà di adottare un assetto proprietario di tipo anglosassone per gli evidenti limiti ad un ottimale funzionamento del "market for corporate control" è possibile conciliare la diffusione dell'azionariato popolare con una conduzione più stabile dell'azienda attraverso la creazione di un nucleo stabile. Questo, sottraendo il management dalle pressioni del controllo del mercato, assicurerebbe un indirizzo strategico più deciso all'azienda. In settori come quello delle telecomunicazioni, caratterizzati da veloci mutamenti tecnologici, assume sempre più importanza la capacità di internazionalizzazione e globalizzazione e quindi di stipulare accordi ed alleanze. Perciò una continuità nella conduzione dell'azienda appare così importante. Il problema a questo punto è in che modo salvaguardare gli interessi pubblici.

In primo luogo è necessario che, sulla formazione dei nuclei stabili, vengano stabilite dal Governo regole chiare che pongano limiti alla concentrazione del controllo ed alla collusione con la classe politica che riproporrebbe il vecchio sistema di potere: quota di controllo complessiva, peso di ognuno degli azionisti di riferimento ed il tempo minimo in cui devono mantenere il possesso delle azioni, se il Governo si riserva dei diritti speciali, quali e per quanto tempo stabilendo le regole del gioco in anticipo si da una maggiore credibilità alle operazioni di dismissione.

In secondo luogo appare rilevante la definizione dello strumento della golden share.

Per le privatizzazioni di aziende operanti in settori di pubblica utilità i disegni del Governo prevedono, infatti, l'introduzione nei rispettivi statuti dell'azione che conferisce poteri speciali riservati allo Stato. Come nel caso inglese e francese, si pone il problema di

tutelare gli interessi nazionali impedendo che società, dall'importanza strategica per la vita economica e sociale del Paese, vengano scalate da gruppi ostili, mettendo in pericolo la stabilità dell'azienda ed il perseguimento degli obiettivi strategici.

E' importante, però, che lo Stato italiano si riservi quei poteri che aiutino l'azienda a superare il momento del passaggio ad un nuovo assetto di controllo e non siano espressione di una volontà di ingerenza nella conduzione dell'azienda privatizzanda. Se così non fosse, l'esito della dismissione potrebbe essere compromesso: i mercati non accoglierebbero con favore il collocamento di azioni in cui il diritto di voto sia limitato da un eccessivo peso delle decisioni dello Stato e comunque richiederebbero un consistente underpricing, come compenso ad una tale rinuncia; coloro che aspirano a far parte del nocciolo duro verrebbero certamente infastiditi dalla prospettiva di una presenza troppo invadente dello Stato.

Perciò sembra ragionevole che vengano previsti poteri, per un periodo di tempo prefissato, di gradimento sull'assunzione di partecipazioni, da parte di singoli azionisti o gruppi, eccedenti un limite giudicato sufficiente per determinare un'eccessiva concentrazione del controllo e che lo Stato si riservi il diritto di veto per decisioni particolarmente rilevanti. Ma è essenziale soprattutto che, nella definizione delle caratteristiche della golden share, ci sia completa trasparenza.

#### *6.2.2. Il ruolo delle banche nella formazione del nocciolo duro*

La scelta dei componenti del nucleo stabile è un problema particolarmente delicato; si tratta infatti individuare soggetti in grado di fornire risorse finanziarie ingenti ma anche di avere le capacità professionali che garantiscano una guida valida per l'azienda. E' soprattutto importante riuscire ad evitare che del nocciolo duro facciano parte gruppi che possono sfruttare tale posizione a proprio vantaggio e che possano, di fatto, mettere in pericolo la realizzazione della concorrenza: in riferimento alla STET, è stato da più parti richiesto che dal nucleo stabile siano escluse aziende clienti e fornitrici e gruppi concorrenti operanti nelle telecomunicazioni (in particolare stranieri).

Se, quindi, la partecipazione al nocciolo duro deve essere preclusa a soggetti industriali che possono generare forme di collusione, è chiaro che un ruolo di primo piano venga svolto da operatori del settore finanziario, in particolare le banche.

Il sistema bancario italiano ha avuto finora una funzione di semplice erogazione di credito (quello di breve termine affidato alle banche e quello di lungo termine affidato agli istituti speciali) e non ha avuto nessun ruolo nella gestione delle aziende clienti<sup>13</sup>. La netta separazione che è stata imposta tra settore finanziario e settore industriale, situazione

---

<sup>13</sup> La partecipazione al capitale di rischio delle imprese è stata preclusa alle banche dopo le gravi conseguenze della crisi del '29. Con la convergenza del sistema creditizio italiano verso il modello di "Banca Universale" è stato rimosso l'ostacolo che impediva alle banche di entrare a far parte del gruppo di azionisti di riferimento.

diametralmente opposta al modello tedesco-giapponese, non ha permesso alle banche di acquisire la necessaria professionalità richiesta ad un membro del nucleo stabile: il pericolo è che, come troppo spesso è accaduto, ci si improvvisi in ruoli per i quali mancano le competenze specifiche.

La minaccia che appare in maniera meno evidente è, però, un'altra. Attraverso la privatizzazione di aziende industriali si intende diminuire il peso dello Stato nell'economia, eliminando così l'inefficienza che la gestione pubblica comporta. Consentendo alle banche, ancora quasi tutte pubbliche, di entrare nel nocciolo duro, lo Stato, fatto uscire dalla porta, rientrerebbe dalla finestra. Le banche devono avere un ruolo di primo piano nelle privatizzazioni, ma innanzitutto come oggetto di vendita ed in secondo luogo come soggetto attivo nell'azionariato, anche di riferimento, delle aziende in corso di dismissione.

In questo senso appare particolarmente importante la direttiva che sollecita le Fondazioni a ridurre la loro partecipazione nelle banche pubbliche da esse controllate. I benefici principali sarebbero due: la privatizzazione delle aziende creditizie ed il finanziamento delle dismissioni oltre che del sistema industriale mediante le risorse liberate<sup>14</sup>.

Questa esigenza va però a scontrarsi con quella di concludere in tempi brevi le dismissioni in calendario. Quasi mai, certo, fretta e buon lavoro vanno d'accordo, né è giustificabile, che per accelerare i tempi della privatizzazione, vengano sacrificati requisiti irrinunciabili per un'ottimale conclusione delle operazioni di dismissione.

Il processo di vendita della STET deve essere portato avanti con solerzia non solo per dare un segnale positivo ai mercati internazionali ma soprattutto per non perdere il treno lanciato a grande velocità sui binari dello sviluppo, forse senza precedenti, che il settore della comunicazione sta vivendo.

Privatizzare, però, non basta. Il passaggio dal pubblico al privato di un operatore in regime monopolistico non garantisce un miglioramento della efficienza e della qualità del servizio: occorre liberalizzare. L'istituzione di un'Authority di settore è indispensabile nella dismissione di una public utility a garanzia degli interessi degli utenti. Ma i benefici che derivano dal meccanismo del libero mercato sono tutt'altra cosa.

## **7. Conclusioni**

Nel lavoro sono stati analizzati due aspetti molto importanti del processo di privatizzazione: la scelta della tecnica di collocamento e quella dell'assetto proprietario da dare all'azienda dismessa. La soluzione ad ognuno di questi due problemi risulta legata da un lato al raggiungimento degli obiettivi di policy che le dismissioni si prefiggono e dall'altro ad

---

<sup>14</sup> Si stima che le Fondazioni detengano un patrimonio di azioni bancarie superiore ai 70.000 miliardi di lire.

un insieme di vincoli: struttura del mercato finanziario, assetto istituzionale e normativo del Paese, caratteristiche dell'azienda in vendita.

In ogni operazione di dismissione questi due momenti decisionali non possono dunque essere affrontati separatamente: si tratta di scegliere quel meccanismo di collocamento e quell'assetto proprietario che, tenendo conto dell'interrelazione tra condizioni strutturali, obiettivi e mezzi consenta un pieno successo. I punti indicati nel piano di privatizzazione italiano, e più in generale di ogni Paese, sono piuttosto numerosi e spesso tra loro contrastanti. Non essendo possibile centrarli tutti contemporaneamente l'individuazione della tecnica migliore dipende dall'ordine di preferenza assegnato ad essi da Governo.

Il grado di efficacia tra tecniche ed obiettivi è stato analizzato considerando, per la vendita diretta, i casi di asta, contrattazione privata e management by out, per l'offerta pubblica di vendita, le varianti prezzo fisso, asta e bookbuilding; gli obiettivi sono stati classificati in strategico-economici, finanziari e di sviluppo del mercato borsistico.

L'offerta pubblica di vendita risulta più appropriata quando si intenda ampliare il mercato borsistico e favorire una maggiore diffusione azionaria; se si prevede un meccanismo ad asta, è possibile "far cassa" con la dismissione. La vendita diretta, al contrario, è più efficace in termini di obiettivi strategico-economici, oltre che finanziari, mentre non dà nessun contributo allo sviluppo del mercato borsistico.

La priorità assegnata agli obiettivi non solo influenza la scelta del meccanismo di collocamento ma nello stesso tempo anche quella dell'assetto proprietario. Una struttura di public company è più compatibile con l'allargamento dell'azionariato popolare e della dimensione del mercato e quindi implica il collocamento tramite offerta pubblica di vendita. Un modello di controllo "tedesco-giapponese" è invece motivato dalla volontà di favorire con la privatizzazione una gestione orientata ai principi manageriali di miglioramento dell'efficienza e di internazionalizzazione e di garantire contemporaneamente una stabilità nella conduzione. Tra i due si pone un "assetto misto" in cui l'azionariato diffuso conviva con un gruppo di azionisti di riferimento (modello francese).

La scelta della tecnica e dell'assetto migliori tuttavia non può avvenire basandosi semplicemente sulla definizione di una priorità di obiettivi. E' necessario tener conto dei fattori che condizionano l'adozione del meccanismo di collocamento e del modello proprietario. In tal senso risultano particolarmente importanti le caratteristiche dell'azienda da dismettere e la struttura dei mercati finanziari.

Nel processo di individuazione del metodo di vendita e dell'assetto è necessario tener conto di elementi quali la dimensione, l'importanza strategica, la performance in termini di redditività ed efficienza: nel caso di aziende di piccole dimensioni e bassa redditività la cessioni ai privati consente di centrare gli obiettivi strategici. Il canale borsistico deve essere

preferito quando la cessione riguarda aziende di grandi dimensioni o operanti nel campo delle public utility.

Un funzionamento efficiente del mercato finanziario influenza la scelta della tecnica di collocamento in quanto rende possibile l'adozione di meccanismi più o meno sofisticati, un diverso coinvolgimento degli intermediari specializzati e dei piccoli risparmiatori, il numero e la dimensione di ogni operazione di classamento. Nello stesso tempo, ponendosi come requisito indispensabile per l'adozione del modello di public company, risulta determinante anche nella decisione sull'assetto proprietario.

Dall'analisi svolta possono essere tratti alcuni spunti di riflessione in merito alla privatizzazione della STET.

L'importanza strategica e le dimensioni della finanziaria delle telecomunicazioni non lasciano dubbi sulla scelta dell'offerta pubblica di vendita come tecnica di collocamento. Perplessità nascono invece sulla data dell'operazione di classamento. Non si può infatti pensare di privatizzare un'azienda che opera in condizioni monopolistiche prima di aver istituito un forte organismo di regolamentazione. In secondo luogo, l'attuale quotazione del titolo STET, fortemente sottovalutato, penalizzerebbe i ricavi della vendita. A ciò si aggiunge la possibilità che i piccoli risparmiatori delusi dalle precedenti privatizzazioni riservino, come nel caso dell'ENI, un'accoglienza "tiepida". Per evitare un underpricing eccessivo si potrebbe applicare un meccanismo di bookbuilding in modo da non premiare gli investitori istituzionali, in grado di individuare, al di là del prezzo di mercato, il valore "vero" dell'azienda.

Infine la propensione del Governo italiano verso un "assetto misto" sembra la soluzione più appropriata per la realtà del nostro Paese. La scelta più delicata in questo caso diventa quella dei componenti del nocciolo duro: la presenza di azionisti di riferimento deve essere garanzia per una conduzione stabile dell'azienda, che favorisca perciò il processo di internazionalizzazione e di sviluppo, e non essere espressione di forme di collusione e di sfruttamento di interessi privati. Ciò può avvenire solamente attraverso una corretta politica di Governo che fissi in modo deciso e chiaro le regole del gioco.



**TABELLA 1 - La dimensione delle principali Borse Mondiali**  
**Dati al 31/12/1994**

	Società quotate	Capitalizzazione in percentuale sul Pil	Percentuale sul mercato borsistico mondiale (a)	Volume di scambi complessivi annui (miliardi di ECU)
<b>Borse Tedesche</b>	650	23,7	4,2	524,2
<b>Borsa Italiana</b>	<b>223</b>	<b>18,1</b>	<b>1,5</b>	<b>108,4</b>
<b>Londra</b>	2209	110,3	9,6	854,7
<b>New York *</b>	2362	62,2	35,5	2068,5
<b>Parigi</b>	690	33,4	3,8	164,9
<b>Tokio *</b>	1777	74,7	30,2	724,9
<b>Toronto *</b>	1193	59,6	2,6	112,5

\* Numero di società quotate al 31/12/1993.

(a) La percentuale esprime il peso della capitalizzazione delle società nazionali in ognuna delle borse valori sulla capitalizzazione complessiva di tutte le borse internazionali.

FONTE: "1996, anno zero per Piazza Affari" di Guido Busetto da "Il Sole 24 Ore" del 5 luglio '95.

## BIBLIOGRAFIA

- Le privatizzazioni: gli aspetti tecnici più rilevanti* - «Atti del Convegno - Sala Zuccari», 21 giugno 1994.
- Privatizzazioni in Italia. L'avvio del piano Amato - Barucci* «Atti del convegno» - Roma 16/17 Marzo 1993.
- Barca F., *Allocazione e riallocazione della proprietà e del controllo delle imprese: ostacoli, intermediari, regole*, «Temi di Discussione del Servizio Studi Banca d'Italia», n. 194 maggio 1993.
- Bianchi T., *La diffusione del valore e l'efficienza dei mercati mobiliari*, «Finanza, Marketing e produzione», n. 2 - 1993.
- Bianco M., *Il controllo nella public company*, «Temi di Discussione del Servizio Studi Banca d'Italia», n. 195 maggio 1993.
- Carbonara E.(1993), *Privatizzazione e impresa pubblica: uno studio di teoria economica*, Ciriec.
- Cardilli D., Pinzani L., Signorini P. E., *Mercato e istituzioni della riallocazione proprietaria in Germania, Regno Unito e Francia*, «Temi di Discussione del Servizio Studi Banca d'Italia», n. 197 maggio 1993.
- Cavazzuti F., *Privatizzazioni: Laboratorio per lo sviluppo di un mercato dei capitali*, «Economia Italiana» n. 1 - 1991.
- Chiri S., *Privatizzazioni: tipologia, razionalità economica, principali esperienze*, «Contributi all'analisi economica del servizio di studi Banca d'Italia» n. 5 - 1989.
- Chiri S., Panetta F., *Privatizzare: come? Spunti da una ricognizione comparata dei casi inglese e francese*, «Temi di Discussione del Servizio Studi Banca d'Italia», n. 198 maggio 1993.
- Comito V., *Strategie di privatizzazione*, «Sviluppo & Organizzazione», n. 135 gennaio - febbraio 1993.
- D'Alberti M., *Possibili destini delle privatizzazioni in Italia* «Politica ed Economia», n. 1 - 1993.
- D'Orazio A., *Adeguamento alle politiche della CEE nel settore delle telecomunicazioni: varietà dei percorsi nazionali*, «Economia e Politica Industriale», n. 70 - 1991.
- D'Orazio A., *STET: è sufficiente la privatizzazione?*, «Economia e Politica Industriale» n. 82 - 1994.
- De Angeli S., *Tra banche e imprese più finanza e meno credito*, «L'Impresa», n.2 -1992.
- Di Gaspare G., *Incertezze e ambiguità della transizione*, «Il Progetto», n. 75 - 1992.
- Goodhart C.A.E., *Il ruolo delle banche nel controllo delle imprese*, «Note Economiche», n.2/3 - 1993.

- Graziani A., *L'aritmetica delle privatizzazioni*, «Economia e Politica», n. 2 - 1993.
- Guatri L., *Il controllo dell'impresa: protagonisti ed effetti sulla stabilità nei vari contesti nazionali*, «Finanza, Marketing e Produzione», n. 3 - 1993.
- Iacci P., Trichilo M. (1993), *Privatizzazioni, fusioni, acquisizioni*.
- Lattes R., *Industria Banche*, «Politica ed Economia», gennaio 1994.
- L'industria n. 1 - 1993 (a cura della redazione) Documentazione.
- Macchiati A., *Note su assetti proprietari e privatizzazioni*, «L'Industria», n. 1 - 1993.
- Mayer C.P., Meadowcroft S.A., *Selling public asset: techniques and financial implications* «Fiscal Studies», n. 4 - 1985.
- Micossi S., *Fuori dall'economia pubblica, via libera al mercato*, «Il Mulino», n. 345 - 1993.
- Nardozi G., *Le privatizzazioni come riorganizzazione del modello proprietario e di controllo delle imprese*, «Economia e Politica Industriale», n. 78 - 1993.
- Noce A., *Il fenomeno dell'underpricing nelle emissioni azionarie: alcuni spunti di riflessione*, «Bancaria», n. 10 - 1993.
- Nomisma (1991), *Privatizzare i servizi pubblici: complessità di un progetto di destatalizzazione*.
- Preda S., Giorgino M., *La definizione dei prezzi nelle privatizzazioni bancarie in Italia*, «Bancaria», n. 9 - 1994.
- Preda S., Ruozi R., Baronio F., Giorgino M., (1993), *Le privatizzazioni in Italia*.
- Prodi R., *Un modello strategico per le privatizzazioni*, «Il Mulino», n. 343 - 1992.
- Ranci P., *Le privatizzazioni: come procedere lungo un percorso ineludibile*, «Economia e Politica Industriale», n. 78 - 1993.
- Scarpa C., *Mercato dei capitali e modalità di vendita delle imprese pubbliche: alcune considerazioni critiche*, «Politica Economica», n. 2 agosto 1993.
- Scognamiglio C., *Il rapporto al Ministro del Tesoro della Commissione per le privatizzazioni*, «Economia Italiana», n. 1 - 1991.
- Scognamiglio C., *Privatizzazione e strategia delle imprese*, «Sinergie», n. 27 - 1992.
- Silva F., *I nodi da sciogliere nel processo di privatizzazione*, «Economia e Politica Industriale», n. 78 - 1993.
- Spirito P., *Politica del debito pubblico e politica industriale*, «Politica ed Economia», n.1 - 1993.
- STET - Direzione finanza, *Le privatizzazioni in Europa*, marzo 1994.
- Storer F., *Tra public company e nocciolo duro*, «Parabancaria», n. 4 - 1993.
- Targetti F., *Privatizzazioni e governo d'impresa*, «Economia e Politica Industriale», n. 78 - 1993.
- Tedeschi M. - Intervento al VII Convegno Internazionale Reseau - *Giochi senza Frontiere*, Venezia 29 giugno 1994.

Vantellini P.(1992), *Le operazioni di privatizzazione. Esperienze internazionali e opportunità per l'Italia.*

Vitale M., Van Lancher L., De Vecchi L., *Privatizzazioni e mercati finanziari*, «Economia Italiana», n.1 - 1991.

WORKING PAPER SERIES (1996-1993)

**1996**

- 1/96 *Aspetti e misure della produttività. Un'analisi statistica su tre aziende elettriche europee*, by Donatella Cangialosi, February
- 2/96 *L'analisi e la valutazione della soddisfazione degli utenti interni: un'applicazione nell'ambito dei servizi sanitari*, by Maria Teresa Morana, February
- 3/96 *La funzione di costo nel servizio idrico. Un contributo al dibattito sul metodo normalizzato per la determinazione della tariffa del servizio idrico integrato*, by Giovanni Fraquelli and Paola Fabbri, February
- 4/96 *Coerenza d'impresa e diversificazione settoriale: un'applicazione alle società leaders nell'industria manifatturiera europea*, by Marco Orecchia, February
- 5/96 *Privatizzazioni: meccanismi di collocamento e assetti proprietari. Il caso STET*, by Paola Fabbri, February
- 6/96 *I nuovi scenari competitivi nell'industria delle telecomunicazioni: le principali esperienze internazionali*, by Paola Fabbri, February
- 7/96 *Accordi, joint-venture e investimenti diretti dell'industria italiana nella CSI: Un'analisi qualitativa*, by Chiara Monti and Giampaolo Vitali, February
- 8/96 *Verso la riconversione di settori utilizzatori di amianto. Risultati di un'indagine sul campo*, by Marisa Gerbi Sethi, Salvatore Marino and Maria Zittino, February
- 9/96 *Innovazione tecnologica e competitività internazionale: quale futuro per i distretti e le economie locali*, by Secondo Rolfo, March
- 10/96 *Dati disaggregati e analisi della struttura industriale: la matrice europea delle quote di mercato*, by Laura Rondi, March
- 11/96 *Le decisioni di entrata e di uscita: evidenze empiriche sui maggiori gruppi italiani*, by Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, April
- 12/96 *Le direttrici della diversificazione nella grande industria italiana*, by Davide Vannoni, April
- 13/96 *R&S cooperativa e non-cooperativa in un duopolio misto con spillovers*, by Marco Orecchia, May
- 14/96 *Unità di studio sulle strategie di crescita esterna delle imprese italiane*, by Giampaolo Vitali and Maria Zittino, July. **Not available**
- 15/96 *Uno strumento di politica per l'innovazione: la prospezione tecnologica*, by Secondo Rolfo, September
- 16/96 *L'introduzione della Qualità Totale in aziende ospedaliere: aspettative ed opinioni del middle management*, by Gian Franco Corio, September
- 17/96 *Shareholders' voting power and block transaction premia: an empirical analysis of Italian listed companies*, by Giovanna Nicodano and Alessandro Sembenelli, November
- 18/96 *La valutazione dell'impatto delle politiche tecnologiche: un'analisi classificatoria e una rassegna di alcune esperienze europee*, by Domiziano Boschi, November
- 19/96 *L'industria orafa italiana: lo sviluppo del settore punta sulle esportazioni*, by Anna Maria Gaibisso and Elena Ragazzi, November
- 20/96 *La centralità dell'innovazione nell'intervento pubblico nazionale e regionale in Germania*, by Secondo Rolfo, December
- 21/96 *Ricerca, innovazione e mercato: la nuova politica del Regno Unito*, by Secondo Rolfo, December
- 22/96 *Politiche per l'innovazione in Francia*, by Elena Ragazzi, December
- 23/96 *La relazione tra struttura finanziaria e decisioni reali delle imprese: una rassegna critica dell'evidenza empirica*, by Anna Bottasso, December

**1995**

- 1/95 *Form of ownership and financial constraints: panel data evidence on leverage and investment choices by Italian firms*, by Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, March
- 2/95 *Regulation of the electric supply industry in Italy*, by Giovanni Fraquelli and Elena Ragazzi, March
- 3/95 *Restructuring product development and production networks: Fiat Auto*, by Giuseppe Calabrese, September
- 4/95 *Explaining corporate structure: the MD matrix, product differentiation and size of market*, by Stephen Davies, Laura Rondi and Alessandro Sembenelli, November
- 5/95 *Regulation and total productivity performance in electricity: a comparison between Italy, Germany and France*, by Giovanni Fraquelli and Davide Vannoni, December
- 6/95 *Strategie di crescita esterna nel sistema bancario italiano: un'analisi empirica 1987-1994*, by Stefano Olivero and Giampaolo Vitali, December
- 7/95 *Panel Ceris su dati di impresa: aspetti metodologici e istruzioni per l'uso*, by Diego Margon, Alessandro Sembenelli and Davide Vannoni, December

**1994**

- 1/94 *Una politica industriale per gli investimenti esteri in Italia: alcune riflessioni*, by Giampaolo Vitali, May  
2/94 *Scelte cooperative in attività di ricerca e sviluppo*, by Marco Orecchia, May  
3/94 *Perché le matrici intersettoriali per misurare l'integrazione verticale?*, by Davide Vannoni, July  
4/94 *Fiat Auto: A simultaneous engineering experience*, by Giuseppe Calabrese, August

**1993**

- 1/93 *Spanish machine tool industry*, by Giuseppe Calabrese, November  
2/93 *The machine tool industry in Japan*, by Giampaolo Vitali, November  
3/93 *The UK machine tool industry*, by Alessandro Sembenelli and Paul Simpson, November  
4/93 *The Italian machine tool industry*, by Secondo Rolfo, November  
5/93 *Firms' financial and real responses to business cycle shocks and monetary tightening: evidence for large and small Italian companies*, by Laura Rondi, Brian Sack, Fabio Schiantarelli and Alessandro Sembenelli, December

Free copies are distributed on request to Universities, Research Institutes, researchers, students, etc.

**Please, write to:**

MARIA ZITTINO

Working Papers Coordinator

CERIS-CNR

Via Real Collegio, 30; 10024 Moncalieri (Torino), Italy

Tel. +39 011 6824.914; Fax +39 011 6824.966; [m.zittino@ceris.cnr.it](mailto:m.zittino@ceris.cnr.it); <http://www.ceris.cnr.it>