



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

CATTEDRA DI SCIENZA POLITICHE

**Privatizzazioni ed Esternalità;  
il caso del polo Fieristico-Congressuale di Rimini**

Relatore

**Prof. Pandimiglio Alessandro**

Candidato

**Flavio Marino Gabellini**

**Matr. 164061**

**Anno Accademico 2014/2015**

# Indice

Introduzione	1
Capitolo 1 – Privatizzazioni	2
1.1 Il concetto di Privatizzazione	2
1.2 Perché privatizzare	8
1.3 Regolamentazione e limitazioni alle privatizzazioni	11
1.4 Un breve riassunto della storia delle privatizzazioni realizzate	15
Capitolo 2 – Effetti sul mercato: le esternalità	17
2.1 Concetto, natura e implicazioni delle esternalità	17
2.2 Le soluzioni private alle esternalità	19
2.3 Le soluzioni pubbliche alle esternalità	20
Capitolo 3 – Il caso: La privatizzazione del polo Fieristico-Congressuale di Rimini	23
3.1 La struttura societaria e la decisione di privatizzare	23
3.2 La valutazione degli assets	27
3.3 Le alternative proposte	34
3.4 Le decisioni degli Stakeholder	37
Conclusioni	40

Bibliografia 42

Sitografia 42

# Introduzione

La tesi ha la finalità di mostrare come le privatizzazioni abbiano cambiato la struttura, normativa e non solo, del sistema economico Italiano, attraverso il caso del polo Fieristico-Congressuale di Rimini la cui operazione di privatizzazione si sta compiendo in questi mesi.

La tesi è strutturata in tre capitoli

Nel primo capitolo viene presentato il concetto di privatizzazione affrontando anche il perché uno Stato decida di privatizzare un'impresa pubblica, si vedrà anche come ordinamento Italiano tratta la questione delle privatizzazioni e si concluderà con un breve riassunto sulla storia della privatizzazioni in Italia

Nel secondo capitolo vengono trattate le esternalità, comprese la natura e le implicazioni delle stesse. All'interno del secondo capitolo si tratta anche le soluzioni che possono essere attuate sia dai privati sia dallo Stato per rimediare ai problemi causati dalle esternalità.

Nel terzo capitolo viene presentato e successivamente analizzato il caso in esame della tesi ossia il caso del polo Fieristico-Congressuale di Rimini, soffermandosi dapprima sulla situazione iniziale del polo e le motivazioni che hanno portato alla decisione di intraprendere la strada della privatizzazione. Successivamente si analizzano la valutazione degli assets del polo e le alternative proposte dall'advisor per la realizzazione della privatizzazione, infine vengono presentate le decisioni prese dagli stakeholder.

# Capitolo 1

## *Privatizzazioni*

Uno dei settori destinatari di maggiore interesse nell'ambito delle politiche economiche statali è senza dubbio il settore delle privatizzazioni, le quali hanno da sempre costituito uno degli elementi fondamentali dei programmi e dell'attività dei Governi italiani.

La locuzione "politica delle privatizzazioni" raggruppa al suo interno situazioni diversificate tra cui occorre ricordare le privatizzazioni delle partecipazioni statali, quelle relative al rapporto di pubblico impiego, agli immobili facenti parte del patrimonio dello Stato, agli enti creditizi. Tuttavia, nonostante la diversità di aree di interesse e di soggetti coinvolti, esse sono tutte accomunate da un obiettivo comune: la riduzione del peso complessivo dell'apparato pubblico e l'avvicinamento delle modalità con cui opera la Pubblica Amministrazione rispetto a quelli adottati nel settore privato.

In questo capitolo verrà pertanto analizzato il concetto di privatizzazione, le motivazioni che portano a tale decisione, le eventuali limitazioni al processo di privatizzazione ed una visione storica e legislativa della situazione italiana in materia.

### *1.1 Il concetto di Privatizzazione*

Con il termine privatizzazione s'intendono tutti quei fatti economici e non posti in essere dalla pubblica amministrazione al fine di passare la proprietà, di beni o società, dal controllo pubblico a quello privato.

Tuttavia occorre preliminarmente ricordare che il concetto di privatizzazione può essere inteso in modi diversi.

Innanzitutto, vi è la cosiddetta **privatizzazione sostanziale**: essa si verifica nel caso in cui la gestione dell'impresa in esame viene attribuita totalmente a privati, poiché in tal modo è possibile attuare un trasferimento totalitario della proprietà dall'azienda pubblica al settore privato.

In questi casi le privatizzazioni sono favorite da un'estesa cooperazione tra soggetti pubblici e soggetti privati e consentono allo Stato di continuare a garantire l'erogazione di un servizio limitando il proprio ruolo a quello di mero controllore delle prestazioni offerte totalmente da un operatore privato.

La più importante differenza tra la privatizzazione sostanziale e le altre forme di privatizzazione deriva dal fatto che in questo caso il soggetto privatistico diviene a tutti gli effetti titolare della proprietà dell'azienda coinvolta nel processo.

Sono diverse le motivazioni che possono condurre a questa scelta: l'aumento delle entrate del bilancio statale ed il conseguente contenimento del debito pubblico appaiono evidentemente quali motivazioni.

La privatizzazione sostanziale si caratterizza, pertanto, rispetto alle altre tecniche che sarebbe possibile adottare per una maggiore complessità decisionale che si collega ad una più elevata complessità procedurale dato che essa si suddivide in fasi successive.

La prima fase del processo di privatizzazione sostanziale consiste nella selezione delle attività da liquidare. Le attività cedute, infatti, devono essere le più idonee in funzione agli scopi che la privatizzazione stessa si pone ed agli effetti che ne possono derivare. Se la cessione delle attività aziendali da parte dello Stato fosse solo parziale, ciò dovrebbe evitare che si verifichi di conseguenza un aumento dei costi necessari per la gestione delle attività rimaste sotto il controllo diretto.

La seconda fase, fondamentalmente giuridica, riguarda l'esame dei presupposti giuridici sottostanti la privatizzazione: è necessario infatti che sussista la libera trasferibilità dei diritti di proprietà. La transazione ha, infatti, come oggetto i diritti di proprietà che, dopo la cessione, diventeranno di competenza di altri attori.

La terza fase del processo di privatizzazione è rappresentata dalla verifica dei presupposti economici della cessione: in tale ambito potrebbero, infatti, prefigurarsi interventi di risanamento economico-finanziario a favore dell'impresa, resi necessari per rendere ottimali le condizioni dello scambio ed appetibili le risorse cedute.

Oltre a queste tre fasi principali la procedura di privatizzazione ne prevede altre che riguardano l'entità del valore della proprietà da vendere, l'individuazione delle tecniche di

cessione e la definizione della tempistica necessaria per procedere alla vendita situazioni che si riveleranno più o meno complesse in riferimento alle modalità di trasferimento della proprietà; tale trasferimento difatti può essere totale o parziale ed interessare una quota di maggioranza o di minoranza azionaria. Ovviamente la scelta tra tali due alternative deriva dall'interesse dello Stato nel mantenere o meno il controllo sulle attività cedute.

Inoltre, la probabilità di riuscire a privatizzare un'impresa pubblica, dipende fortemente dalla sua performance economica attuale e/o attesa: un'impresa sana economicamente logicamente avrà molte più opportunità di essere ceduta rispetto ad un'altra che si trova in condizioni economicamente difficili.

Pure, un'impresa a prima vista poco appetibile può invece rivelarsi un investimento con ampie possibilità di rientro e di espansione nella misura in cui il compratore ha la possibilità di realizzare sinergie con la propria attività originaria in modo da permettere incrementi della redditività complessiva attuando economie di scala, scopo ed apprendimento.

Le modalità scelte per la cessione condizionano inoltre anche la stessa metodologia di valutazione dell'impresa: nell'ipotesi di collocamento azionario, ad esempio, il valore dell'azienda è determinato ricorrendo a metodi diretti di valutazione. In tale contesto si ricorre a criteri classici in uso all'interno del mercato mobiliare.

I criteri di valutazione a cui si ricorre nella vendita diretta possono essere metodi di valutazione analitica quali criteri di tipo reddituale, patrimoniale e finanziario. Il criterio reddituale, si basa sull'attualizzazione del reddito medio prospettico dell'azienda, in base ad un determinato tasso di attualizzazione (è la somma fra il tasso puro di interesse, compenso spettante a chi investe, e la maggiorazione di tasso, in funzione del rischio di settore), l'azienda è vista come un'organizzazione in grado di produrre un flusso di reddito periodico futuro, che viene paragonato ad una rendita, garantendo così la possibilità di valutazione.

Il criterio patrimoniale effettua la valutazione del valore economico dell'azienda tramite il suo Patrimonio Netto Rettificato (PNR). Il PNR viene calcolato partendo dal patrimonio netto contabile, a cui poi si apportano revisioni (finalizzate all'inclusione di elementi attivi/passivi maturati, ma non ancora contabilizzati), e rettifiche (sono gli adeguamenti dei valori contabili di bilancio ai valori correnti di mercato).

Mentre secondo criterio finanziario il valore dell'azienda deriva dalla sommatoria dei flussi di cassa operativi attualizzati al costo medio ponderato del capitale, a cui si aggiunge il valore residuale dell'azienda, la posizione finanziaria netta ed, infine, le altre componenti dell'attivo/passivo non valorizzate dai flussi di cassa operativi.

Alla privatizzazione sostanziale, si accostano altre forme di privatizzazione, dette forme "deboli" di privatizzazione o anche indiretta, così chiamate in quanto l'attività dell'impresa viene solo modificata per consentire una gestione più consona alle caratteristiche del mercato di riferimento rispettando i criteri di economicità, efficienza, profitto e competitività. Si è di fronte a casi di privatizzazione indiretta, quando si trasforma la modalità di gestione delle imprese pubbliche lasciando inalterato, almeno per quanto riguarda le quote di controllo, il profilo degli assetti proprietari. Si parla di privatizzazione indiretta, ad esempio, quando si attua l'apertura del monopolio alla concorrenza, la privatizzazione dei rendimenti pubblici, l'allineamento tra imprese pubbliche e private.

Tra i principali interventi di privatizzazione indiretta vanno ricordati:

### **1. L'apertura del monopolio alla concorrenza**

Questo tipo di privatizzazione attua la rimozione delle barriere istituzionali sulle quali il monopolio basa la sua esistenza. Nella realtà questa modalità è stata utilizzata nel campo dei beni e servizi essenziali, in modo che la scelta del consumatore possa essere attuata attraverso un confronto qualità/prezzo del servizio offerto da operatori diversi; al momento del consumo in sostanza l'utente si trova a scegliere fra l'offerta pubblica e quella privata.

### **2. Deregolamentazione**

Questa modalità di privatizzazione consiste in una liberalizzazione dei mercati e l'eliminazione dei "privilegi" posti a favore dell'impresa pubblica. Alla realtà dei fatti, si tratta di un abbattimento di parte delle regole che definivano le condizioni di ingresso in un determinato comparto produttivo a vantaggio dell'impresa pubblica o di privati che operano in regime di quasi-monopolio o comunque in situazioni che ostacolano la libera concorrenza, attraverso l'intervento dello Stato che ritenta di garantire la concorrenza (intervento antitrust) e sanare i difetti del mercato libero e non regolamentato.

### **3. La privatizzazione incrementale**

Questa tecnica consiste nel conferimento a privati di parte del capitale azionario, al fine di utilizzare tali nuove fonti di capitale per l'incremento degli investimenti, effettuando così delle operazioni utili al potenziamento delle attività. In questo caso l'operatore pubblico deve impegnarsi a sottoscrivere degli aumenti di capitale delle proprie aziende e deve riservare una parte consistente di emissioni agli operatori privati.

### **4. La privatizzazione formale**

Questo metodo consente alle imprese di operare secondo le regole del diritto privato pur avendo come principale azionista lo Stato (es. trasformazioni in società per azioni), in modo di tentare di sfruttare la migliore flessibilità funzionale dell'assetto privato (soprattutto riguardo agli assetti proprietari e al capitale).

### **5. La privatizzazione funzionale**

Nella privatizzazione funzionale risulta più marcata la combinazione tra pubblico e privato; si attua, cioè, una immissione in ruolo delle imprese private che diventano corresponsabili di settori di attività gestiti in precedenza solo dall'operatore pubblico. Lo Stato, in pratica, delega interamente, o parzialmente, una determinata attività al settore privato mantenendo la responsabilità di controllo dei risultati.

Ci sono due metodi per effettuare la privatizzazione funzionale: il franchising (concessione) e il contracting out (appalto).

Con la prima vi è un'assegnazione temporanea del monopolio per la produzione, o la distribuzione di un bene o servizio a un attore del mercato che attraverso il compimento di una gara, sia risultato il più competente a garantire la migliore combinazione qualità-prezzo oppure a esprimere il minore prezzo di offerta.

Il contracting out rappresenta in sostanza l'affidamento in gestione a operatori pubblici o privati (la scelta dipende da chi si aggiudica la gara) di attività finanziate con fondi pubblici. Questa formula ha il pregio di consentire un miglioramento di efficienza ed efficacia allocativa della spesa pubblica.

Per raggiungere gli obiettivi della privatizzazione funzionale (minimizzazione dei costi delle prestazioni offerte dall'operatore privato a quello pubblico) è necessario gestire in modo corretto la gara di offerta per evitare che un monopolio privato si sostituisca al monopolio pubblico.

E' alla privatizzazione del welfare che molto spesso viene applicata questa tecnica; infatti i principali settori nei quali si è avuta l'effettiva applicazione della tecnica di privatizzazione funzionale sono soprattutto l'assistenza sanitaria, il servizio all'educazione e l'attività di raccolta dei rifiuti urbani.

Ci sono varie modalità di cessione delle partecipazioni dello Stato, ma le più utilizzate sono due:

- A. L'Offerta Pubblica di Vendita;
- B. La Cessione Privata.

#### **A) L'offerta Pubblica di Vendita**

L'Offerta Pubblica di Vendita consiste nel posizionare sul mercato azionario parte del capitale sociale dell'impresa.

L'offerta pubblica può essere a prezzo fisso (offer for sale) nel caso in cui i titoli siano venduti ad un prezzo unico, fissato prima dell'offerta. C'è poi il caso dell'Offerta Pubblica con asta (tender offer) che si caratterizza per la raccolta di tutte le domande di acquisto degli investitori con prezzo superiore ad un minimo prefissato; in questo caso il prezzo viene definito dal mercato ed è quello che permette di raggiungere un equilibrio tra domanda e offerta.

#### **B) La Cessione Privata**

La tecnica di vendita diretta risulta essere efficace nell'ottica del raggiungimento di obiettivi strategici e riallocativi o finanziari; questa modalità di cessione si caratterizza nell'alienazione di imprese pubbliche ad un privato singolo o ad un gruppo di privati ovvero ad uno o più attori del mercato; la cessione attraverso la vendita diretta può interessare sia l'intera proprietà sia una parte di essa.

La vendita diretta in sostanza prevede due fasi: una di preparazione ed una esecutiva; nella prima vengono valutati i potenziali acquirenti e si definisce la procedura di vendita; nella fase esecutiva, invece, si procede all'attuazione dell'operazione di vendita fino alla sua conclusione.

## *1.2 Perché privatizzare*

Per capire il perché lo stato decida di privatizzare bisogna prima comprendere il perché lo stato si trovi all'interno del mercato.

Le ragioni per cui lo stato sia presente nell'economia sono riconducibili principalmente a due cause:

- a. Fallimenti di mercato;
- b. Redistribuzione di risorse.

### **a) Fallimenti di mercato**

Secondo il primo Teorema del benessere un mercato che è in assenza di: esternalità, costi di transazione, asimmetrie informative e in presenza di un'economia decentrata e di concorrenza perfetta conduce all'efficienza del sistema economico e ad un equilibrio Pareto Ottimo, ossia che non si può migliorare la condizione di un individuo o modificare l'allocazione delle risorse senza peggiorare la condizione di un altro individuo. In questo contesto lo stato non potrebbe e non dovrebbe entrare nell'economia, ma dovrebbe solo garantire il corretto funzionamento del mercato.

Nel caso in cui una delle sopra citate condizioni venga meno il mercato non sarà più un sistema in equilibrio Pareto Ottimo l'ingresso dello stato si verrebbe a creare, prima ancora che come una realtà, come collante per il corretto funzionamento del mercato e per garantire un'efficienza superiore rispetto al settore privato.

### **b) Redistribuzione di risorse,**

Quando il mercato non è in grado di garantire una corretta allocazione e distribuzione di risorse si creano le basi per l'intervento pubblico nell'economia per garantire che non ci siano

trasferimenti distorsivi di risorse e che aree del paese rimangano lasciate “indietro” a favore di aree maggiormente redditizie ed efficienti. In questi casi lo stato si pone come produttore diretto di beni e/o servizi facendosi, così, carico d’investimenti che il settore privato non reputa concorrenziali e redditizi.

Nel corso degli anni queste sono state le cause che hanno portato ad un intervento pubblico nell’economia, ma la ragione a monte di tutto questo è che lo stato non ha come obiettivo principale lo scopo di lucro bensì ha il compito di garantire la fornitura di beni/servizi che altrimenti non sarebbero prodotti e garantire un’equa ripartizione del reddito a livello nazionale. In un primo momento si pensava che il miglior modo per garantire il corretto funzionamento dell’economia in presenza di un fallimento di mercato fosse l’intervento pubblico. Negli anni più recenti, invece, c’è stata un’inversione di rotta che tende a migliorare la regolamentazione dei mercati evitando l’ingresso dello stato in esso e dove, lo stato, sia già presente di evitare un maggior coinvolgimento diretto e la sua progressiva uscita di scena a favore della regolamentazione.

Le ragioni che portano uno stato a privatizzare un’impresa pubblica sono molteplici, ma si possono sintetizzare in tre principali:

- a. Recupero dell’efficienza economica;
- b. Recupero di risorse finanziarie per la copertura del bilancio pubblico;
- c. Decisioni politiche.

#### **a) Recupero dell’efficienza economica**

L’impresa pubblica in molti casi non ha obiettivi di lungo termine ben definiti, in quanto succede spesso che al cambiare del partito di governo cambino anche i manager e gli obiettivi delle imprese statali, altro problema è che in molteplici casi l’impresa pubblica, anziché ricercare la massima efficienza produttiva tenta di raggiungere scopi politici come la tutela ambientale, la tutela dei consumatori, la tutela dell’occupazione e la redistribuzione di risorse, tutti obiettivi sociali che non sempre sono in armonia con il sistema economico in cui l’impresa opera.

L’impresa privata, invece, definisce i suoi obiettivi già in fase di avviamento, la massimizzazione del profitto. Un obiettivo di semplice comprensione, ma al contempo complesso in quanto un’impresa privata, soprattutto in quelle di capitale e di grosse

dimensioni, in cui vi sono azionisti di maggioranza e di minoranza, l'interpretazione della massimizzazione del profitto potrebbe non coincidere fra le parti.

All'interno di un'impresa privata ci sono degli organi e delle procedure che hanno il compito di salvaguardare la vita e l'integrità della società (il collegio sindacale, le deleghe agli amministratori, la messa in mora degli azionisti inadempienti, modello organizzativo e le relative procedure introdotto a seguito del D.Lgs 231/2001...).

Un'impresa pubblica ha gli stessi organi e le stesse procedure, ma il loro potere effettivo è assai limitato rispetto alla controparte privata. In un'impresa pubblica si opera con il presupposto che la bancarotta o il fallimento siano irraggiungibili perché in caso di bisogno si fa ricorso alla liquidità statale e la solvibilità aziendale viene garantita dallo stato attraverso il suo patrimonio. In questi casi si è vista, nel corso degli anni, una pericolosa spirale viziosa nell'atteggiamento dei manager e degli organismi di controllo che allentano le precauzioni sui vincoli di bilancio. Da ciò si evince come l'impresa privata, se pur con dei limiti oggettivi, abbia una migliore efficienza e redditività, portando così anche dei benefici per la comunità nella quale risiede l'impresa.

#### **b) Recupero di risorse finanziarie per la copertura del bilancio pubblico**

Lo stato per sua natura è alla costante ricerca di denaro a copertura della spesa pubblica. Nel corso degli anni lo stato ha iniziato a revisionare la spesa pubblica effettuando un taglio agli sprechi, all'inefficienza e agli investimenti non redditizi, contemporaneamente lo stato ha effettuato una politica di revisione del demanio pubblico al fine di valutare gli effetti sul bilancio pubblico di una serie di eventuali privatizzazioni di imprese pubbliche o cessione di immobili o terreni facenti parte del demanio.

#### **c) Decisioni politiche**

Le decisioni politiche sono frutto di quegli esponenti politici che perseguono gli obiettivi ritenuti fondamentali dal proprio partito d'appartenenza tralasciando gli obiettivi dati dal mercato come efficienza del sistema.

Queste decisioni sono prese da tutti i partiti politici che si sono susseguiti nel tempo alla guida del paese, non è una questione di orientamento politico e basta bensì delle mosse politiche studiate a tavolino per consentire al partito di allargare la propria base elettorale diminuendo la spesa pubblica e contemporaneamente ottenendo risorse finanziarie da poter destinare a

nuovi investimenti in infrastrutture o a copertura della cancellazione di tasse o imposte inserite in precedenza.

### *1.3 Regolamentazione e limitazioni alle privatizzazioni*

La regolamentazione delle privatizzazioni in Italia si ha, tramite provvedimenti normativi in materia, solo agli inizi degli anni '90, prima le privatizzazioni era caratterizzate da un'elevata informalità delle operazioni.

Prima degli anni '90 le privatizzazioni che sono state effettuate da parte della pubblica amministrazione sono state poche e le uniche degne di nota, riguardano società di cui o non avevano mai detenuto la quota di controllo (e quindi erano mere partecipate) ovvero avevano già perso la quota di controllo da tempo, e si tratta della cessione dell'Alfa Romeo, che passa dalle mani dell'IRI al controllo della Fiat e la cessione della Cementir nel 1992 dall'IRI al gruppo Caltagirone.

Queste due privatizzazioni avevano per oggetto delle società che erano già sottoposte al diritto privato e di conseguenza non c'è stato bisogno di una regolamentazione ferrea in materia, ma solo di un parere, in merito, da parte del Comitato Interministeriale per la Politica Industriale.

Nel 1990 si ha la prima norma in materia di privatizzazioni, la legge n° 218, del 30 luglio 1990, la cosiddetta "Legge Amato", che consentì la trasformazione degli enti creditizi in società per azioni garantendo così al potere politico di iniziare la privatizzazione degli stessi, cedendo quote di minoranza a investitori esterni.

Nel 1992 si ha la seconda norma in materia di privatizzazioni, la legge n° 35 del 29 gennaio 1992, che consente la trasformazione in società per azioni degli enti di gestione e delle aziende autonome, consentendo così, previa approvazione del Parlamento la cessione di partecipazioni delle stesse ad investitori esterni. La legge sopra detta, si limita a provare a creare una disciplina legislativa per le società o gli enti da privatizzare, ma alla realtà dei fatti rappresenta solo un esempio di privatizzazione formale.

La legge n° 35 divide le privatizzazioni in due fasi, la prima basata sulla trasformazione in società per azioni delle imprese pubbliche; la seconda prevede, invece, la dismissione delle partecipazioni, secondo varie modalità.

La prima fase ha un grosso limite al suo interno dovuto alla natura stessa della legge, in quanto la legge all'art. 1 comma 1 dispone che le imprese pubbliche "possono" trasformarsi, ciò fa sì che la trasformazione sia facoltativa e non obbligatoria, il procedimento, poi, non ha criteri specifici, ma deve essere in conformità con i criteri stabiliti dal CIPE (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica). Il processo di trasformazione si attua solo se ottiene l'approvazione del Ministro del Tesoro e degli altri Ministri interessati.

La seconda fase, la cessione delle partecipazioni, è anch'essa facoltativa e non obbligatoria e prevede modalità diverse a seconda della perdita della quota controllo da parte dello stato o meno. Nel caso in cui la cessione delle quote coincida con la perdita della quota di controllo è prevista l'approvazione del Consiglio dei Ministri, previa delibera delle camere. Nel caso in cui la cessione coinvolga solo quote di minoranza è prevista solo l'approvazione del CIPE.

Il processo di privatizzazione così come previsto della legge n°35, si evidenzia come privatizzazione puramente formale vista la caratteristica della facoltatività delle operazioni e per la complessità e lunghezza del processo stesso nel caso in cui si voglia privatizzare sostanzialmente l'impresa pubblica.

Sempre nel 1992 si ha un'ulteriore norma, in merito alle privatizzazioni, la legge n° 359 dell'8 agosto 1992. La legge trasforma gli enti di gestione (IRI, ENI, INA, ENEL) in società per azioni e ne trasferisce la proprietà al Ministro del Tesoro.

Si ha, poi, che la legge prevede che il Ministro del Tesoro rediga un programma di riordino delle partecipazioni finalizzato alla valorizzazione delle partecipazioni che si intende dismettere, inoltre il programma deve "prevedere la quotazione delle società partecipate derivate dal riordino delle attuali partecipazioni e l'ammontare dei ricavi da destinare alla riduzione del debito pubblico".

Le tre norme fino a qui citate, prevedono una privatizzazione formale. È solo con la legge n° 474 del 30 luglio del 1994, che si avrà una disciplina generale e dettagliata riguardante le privatizzazioni sostanziali.

La legge prevede che per la vendita delle partecipazioni “ di norma” si faccia ricorso all’OPV (Offerta Pubblica di Vendita) o in alternativa attraverso la cessione in forma privata ed in ultimo il ricorso ad entrambe le modalità. La decisione riguardante il metodo di privatizzazione da adottare spetta, caso per caso, al Consiglio dei Ministri su parere del Ministro del Tesoro. La legge dispone, anche, che le risorse incamerate dalla cessione delle partecipazioni debbano essere destinate in via primaria al risanamento delle finanze dell’ente pubblico proprietario della partecipazione.

Le legge n°474, dispone che in caso vi sia la perdita della quota di controllo da parte dello stato di società operanti in settori caratterizzati dall’interesse pubblico ( difesa, trasporti, telecomunicazioni, energia e nei servizi pubblici essenziali), è prevista la possibilità di inserire nello statuo societario clausole che limitino il possesso azionario (nella misura massima del 5% del capitale sociale, mentre può essere superiore solo nel caso delle banche e delle compagnie assicurative) e in casi particolari attribuisce poteri particolari al Ministro del tesoro.

La clausola statutaria che limita il possesso azionario ha validità minima di tre anni, in quel periodo non è modificabile e fa riferimento al singolo socio ed al suo nucleo familiare. Il mancato rispetto del limite di possesso del 5% del capitale sociale, mentre la clausola sia ancora in vigore comporta “il divieto di esercitare il diritto di voto e comunque i diritti aventi contenuto diverso da quello patrimoniale, per le partecipazioni eccedenti il limite stesso”. Si vede come ci sia la mancanza di sanzioni per il mancato rispetto del limite imposto e ciò è imputabile al fatto che si vuole preservare la figura dello stato e impedire le “scalate ostili” in determinate società ad interesse pubblico.

La legge n°474 prevede la possibilità di effettuare la privatizzazione tramite un trattativa privata con degli acquirenti che abbiano dimostrato la concreta volontà di acquisire la proprietà, così facendo, la legge tutela il “nocciolo duro”, ossia una serie di investitori, nessuno dei quali abbia la maggioranza diretta, che detengano il controllo della società in modo tale da garantirne lo sviluppo, la solidità e la continuità di gestione nel tempo. Nel caso in cui il Ministro del Tesoro faccia parte del “nocciolo duro” della società, l’art. 1 della legge n° 474 prevede che egli abbia la facoltà di riservarsi un diritto di prelazione nel caso di alienazione delle quote da parte degli altri membri del “nocciolo duro”. Quest’opportunità data al Ministro del Tesoro serve a tutelare la società da eventuali azioni sovversive di determinati soci, ma allo stesso tempo se utilizzata con costanza da parte dello Stato,

comporta un ritorno alla nazionalizzazione della società e un grave problema per il bilancio pubblico.

L'articolo 2 della legge n° 474 del 1994 introduce l'istituto giuridico del **Golden Share** ossia il diritto che lo stato si riserva, in casi particolari nei quali sia presente la caratteristica dell'interesse pubblico ( la difesa, l'energia, i trasporti, le telecomunicazioni ed altri servizi pubblici essenziali) la possibilità di dotare il Ministro del Tesoro di poteri speciali al fine di salvaguardare gli obiettivi nazionali delle politiche economiche ed industriali.

I poteri possono essere dati al Ministro del Tesoro solo tramite decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri e vengono assegnati prima che la cessione della partecipazione comporti la perdita della quota di controllo della società.

I poteri previsti sono di quattro tipi:

1. Il primo potere consiste nel conferire al Governo il potere di sottoporre a giudizio, dello stesso, l'ingresso dei nuovi soci nel capitale sociale delle partecipate. Si applica a quelle operazioni che comportano il passaggio di proprietà di una quota pari o superiore al 5% del capitale sociale della partecipata.
2. Il secondo potere consiste nel conferire al Governo il potere di sottoporre a giudizio, dello stesso, la conclusione di accordi parasociali, patti di sindacato e tutti gli altri accordi che concentrino in un'unica entità una quota pari o superiore al 5% del capitale sociale della partecipata.
3. Il terzo potere conferisce al Governo il diritto di Veto sulle decisioni prese dagli organi sociali delle partecipate. Si applica a tutte quelle delibere che possono influire sull'oggetto sociale e sulla natura stessa della partecipata (operazioni di scissione, fusione, trasferimento dell'azienda, scioglimento dell'azienda, modifica dell'oggetto sociale ed altre).
4. Il quarto potere conferisce al Governo la facoltà di nominare almeno un amministratore (in misura inferiore di un quarto dei membri del C.d.A.) e di un membro del Collegio Sindacale.

La legge prevede che al Ministro del Tesoro siano conferiti uno o più poteri, senza imporre limiti al numero conferito, ma vincolando il Ministro all'utilizzo, degli stessi, in modo tale da salvaguardare gli obiettivi nazionali di politica economica ed industriale.

Ai soci dissenzienti, riguardo al conferimento dei sopra citati poteri, la legge riconosce il diritto di recesso.

#### *1.4 Un breve riassunto della storia delle privatizzazioni realizzate*

Nel corso degli anni il Governo italiano ha effettuato molteplici operazioni di privatizzazione, sia sotto il profilo sostanziale sia sotto i profili affiancati (Deregolamentazione, privatizzazioni Formali e Funzionali). Le principali operazioni hanno riguardato l'Ente Nazionale Idrocarburi (ENI), l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI), l'Istituto Nazionale per le Assicurazioni (INA), il Credito Italiano (Credit), la Banca Commerciale Italiana (Comit), l'Ente Nazionale per l'Energia elettrica (ENEL).

I processi di privatizzazione sono stati di diverso tipo, caratterizzati da Cessioni Dirette a privati, basati su Offerte Pubbliche di Vendita o comprendenti entrambe le tipologie, sono altresì stati caratterizzati da una durata temporale che andava dai pochi mesi, per una privatizzazione effettuata in un'unica trance, a dei processi di privatizzazione durati anche una decina di anni.

Due esempi di privatizzazione compiuti dal Governo nel corso degli anni sono:

- Il processo di privatizzazione dell'Ente Nazionale Idrocarburi (ENI) è stato complesso e di notevole lunghezza temporale, è iniziato nel 1992 con la trasformazione della partecipata in società per azioni, è proseguito poi con quattro trance di cessione di quote azionarie, nel 1995 con una prima quota del 15% del capitale sociale, seguita poi nel 1996 dalla cessione del 15,8% del capitale, una terza cessione, del 17,6% del capitale, è avvenuta poi nel 1997, una quarta trance di vendita è stata effettuata nel 1998 cedendo il 14% del capitale e si è conclusa infine con l'ultima cessione effettuata nel 2001 per il 5% del capitale sociale. Il Governo quindi rimane proprietario della società con una quota pari al 20,3% del capitale sociale (dati riferiti al 2006) che gli frutta un dividendo medio annuo di € 2 miliardi circa (dati riferiti al periodo 2001-2005).
- Il processo di privatizzazione riguardante l'Ente Nazionale per l'Energia elettrica (ENEL) è stato relativamente più breve e semplice rispetto al processo dell'ENI,

infatti, questo è iniziato nel 1999 con una prima trince di vendita del 32,4% del capitale sociale, seguita da una seconda trince del 17% del capitale sociale nel 2003, continuata con la cessione nel 2004 del 18,9% del capitale e conclusasi nel 2005 con l'ultima trince di vendita per 9,3% del capitale sociale. Il governo rimane tuttora proprietario del 21,4% dell'ENEL che corrisponde ad un valore economico di € 9,12 miliardi circa (dati riferiti all'anno 2006).

Prima dell'avvio di un'importante serie di privatizzazioni, iniziata negli anni '80 e conclusasi nel 2007, il contributo delle società partecipate pubbliche in termini di valore aggiunto e investimenti presentava valori superiori rispetto alla media europea. Questa serie di privatizzazioni ha portato lo Stato a un allontanamento dal mercato, sempre più marcato. Cedendo quasi tutte le partecipazioni o privatizzando con metodi alternativi (liberalizzazioni e deregolamentazioni) la maggioranza dei settori di mercato che controllava in precedenza: il settore bancario, delle telecomunicazioni, dell'energia e dei tabacchi.

È importante rilevare che all'inizio degli anni '90 le società partecipate dallo Stato contribuivano per il 18% circa al PIL del paese, mentre all'inizio degli anni 2000, le stesse, concorrono alla formazione del PIL nazionale solo nella misura del 4,7% circa. Allo stesso tempo si deve tenere presente che, nonostante siano state effettuate molte ed importanti privatizzazioni lo Stato detiene tutt'oggi, tramite il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), la quota di maggioranza o di controllo su 29 società comprendenti, tra le altre: ENI S.p.A., ENEL S.p.A. , Finmeccanica S.p.A. e Poste Italiane S.p.A.

## Capitolo 2

### *Effetti sul mercato: le esternalità*

Questo capitolo si occupa di analizzare le inefficienze prodotte nel mercato dalla presenza di esternalità, dette anche economie esterne.

Le esternalità sono definibili come interdipendenze tra soggetti economici che generano costi e vantaggi non rilevati dal meccanismo dei prezzi di mercato, le esternalità possono quindi essere positive o negative.

Quando un soggetto influenza tramite le sue decisioni economiche l'ambito di consumo e di produzione di un altro individuo senza che questo abbia un corrispondente pagamento, siamo in presenza di esternalità, può essere necessario l'intervento dello Stato per sanare le inefficienze dovute a una, non ottimale allocazione delle risorse.

È altresì vero che possa verificarsi l'eventualità in cui la presenza e la funzione economica dello Stato sia esse stesse a generare inefficienze ovvero ricadute positive. L'attività economica dello Stato comprende anche le operazioni di privatizzazione, liberalizzazione, deregolamentazione o un'eccessiva regolamentazione che possono creare, a loro volta inefficienza allocativa sul mercato ovvero effetti positivi.

#### *2.1 Concetto, natura e implicazioni delle esternalità*

Con il termine Esternalità s'intendono gli effetti positivi o negativi prodotti sul benessere di un soggetto economico dall'attività di un altro soggetto economico, sia esso consumatore o produttore, senza che tali effetti si riflettano nei prezzi pagati o ricevuti.

Nello specifico, si ha un'esternalità negativa quando il comportamento di un soggetto procura un danno ad altri soggetti, mentre si produrrà un'esternalità positiva quando, invece, sarà possibile procurare un vantaggio.

Le esternalità possono inoltre essere create sia da un soggetto produttore, e in tal caso si verificheranno esternalità positive o negative dovute alla produzione, sia da soggetti

consumatori ed in questo caso si produrranno esternalità positive o negative dovute al consumo.

I beni pubblici possono essere considerati un particolare tipo di esternalità quando il consumo da parte di un soggetto crea un effetto positivo su tutta la comunità; questo effetto definito esternalità positiva, presenta le stesse caratteristiche che individuano un bene pubblico ossia è non escludibile e non rivale.

Le esternalità sono generalmente originate dalla mancanza di diritti di proprietà in quanto se una risorsa è di proprietà di un individuo essa per definizione sarà utilizzata in modo efficiente ed il prezzo che ne deriva ne rifletterà il valore per usi alternativi. Viceversa, se la risorsa manca di un proprietario, ovvero è di proprietà comune, non sarà utilizzata in maniera altrettanto efficiente dando così vita ad un'inefficiente allocazione di risorse all'interno del sistema economico.

Si definiscono esternalità positive quegli effetti prodotti quando l'attività di un individuo genera elementi che aumentano la produzione di una o più aziende ovvero che aumentino il benessere di uno o più utenti finali. Le esternalità sono invece negative quando gli effetti prodotti dall'attività di un individuo diminuiscono la produzione di una o più aziende ovvero il benessere di un o più consumatori. Tali effetti generati a monte non sono compensati tramite un corrispettivo in denaro, ed è proprio questa mancanza di pagamenti fra le parti che distingue le esternalità dai normali effetti dell'attività economica condotta da ciascun individuo.

Un esempio classico di esternalità positive è rappresentato, dal caso dell'agricoltore che, effettuando una serie di operazioni di disinfestazione, produce un beneficio anche per gli agricoltori vicini. Un esempio classico di esternalità negativa è il caso in cui un produttore scarichi sostanze nocive nel fiume da cui attinge l'acqua un altro produttore più a valle.

Tra esternalità e beni pubblici vi è una stretta relazione: così come un bene pubblico, un'esternalità genera normalmente una situazione di non rivalità e di non escludibilità. Ne consegue che, il prezzo pagato da un individuo per quel determinato bene o servizio che genera effetti esterni non è uguale al valore sociale del bene o servizio stesso, perché non contiene il corrispettivo dell'esternalità. Esempio classico è il consumo di un vaccino, singolo privato che lo utilizza genera un'esternalità positiva sulla società in quanto riduce la probabilità di trasmettere quella determinata malattia.

I beni pubblici e le esternalità rappresentano casi di fallimento del mercato, nel senso che i benefici o gli effetti negativi divergono dai corrispondenti benefici o costi sociali: i prezzi

corrispondenti non assumono quindi il significato che essi rivestono in presenza di concorrenza perfetta.

Si è detto sopra che la mancanza di diritti di proprietà genera esternalità, ma allo stesso tempo la proprietà spettante a un unico soggetto economico può generare esternalità.

L'impresa pubblica è generalmente caratterizzata da un'elevata efficienza allocativa delle risorse che un'impresa privata non considererebbe economiche; mentre l'impresa privata è caratterizzata da un'elevata efficienza dinamica (la capacità di creare innovazione) e da un'elevata efficienza tecnico-gestionale (la capacità di gestire ed organizzare in maniera efficiente un'impresa).

Una privatizzazione porterebbe a un peggioramento dell'efficienza allocativa da controbilanciare con un possibile miglioramento degli altri due tipi d'efficienza. Questi effetti sarebbero mitigati se la privatizzazione avvenisse in un mercato caratterizzato da un'elevata concorrenza fra gli attori ivi presenti.

In presenza di un mercato monopolistico gli effetti di una privatizzazione porterebbero solo ad esternalità negative. Un metodo che mitighi questi effetti negativi è l'introduzione di regolamentazioni e/o liberalizzazioni in grado di modificare il settore monopolistico in cui opera l'impresa privatizzata, in modo tale da costringerla a praticare dei prezzi a livello con quelli prodotti da un sistema in concorrenza perfetta.

## *2.2 Le soluzioni private alle esternalità*

Si è detto in precedenza che le esternalità sono prodotte da una mancanza di diritti di proprietà, una soluzione abbastanza semplice e veloce sarebbe quella di concedere la proprietà delle risorse (senza un legittimo proprietario) ai privati.

Il teorema di Coase afferma che “se qualcuno detiene i diritti di proprietà, non è necessario alcun intervento dell'autorità pubblica per correggere le esternalità”. In definitiva si afferma che l'allocazione efficiente delle risorse verrà raggiunta a prescindere da chi detiene i diritti di proprietà.

Il teorema di Coase si fonda su due fattori:

- I costi della contrattazione devono essere contenuti, in modo tale da non scoraggiare le parti;
- I proprietari delle risorse devono essere in grado di identificare i danni e farvi fronte legalmente.

Per quanto concerne il primo fattore non si pensi al problema dell'inquinamento atmosferico, dove non sarebbe possibile mettere d'accordo i miliardi d'individui coinvolti, bensì si faccia riferimento al problema dell'inquinamento di un fiume dovuto a una fabbrica a monte rispetto ad un consorzio ittico in questo caso le parti potrebbero raggiungere un accordo a costi contenuti.

Per quanto riguarda il secondo fattore, facendo riferimento agli esempi di prima. Nel caso dell'inquinamento atmosferico non si è in grado di sapere a chi appartiene il diritto di proprietà dell'aria, né in quale misura e chi effettivamente inquina. Nel secondo caso d'inquinamento, invece, se si riuscisse a determinare con esattezza chi detiene il diritto di proprietà si potrebbe individuare chi inquina e in quale misura.

Dai due fattori sopra elencati si può dedurre che il teorema di Coase è valido solo se i soggetti coinvolti nel caso sono pochi e le esternalità sono ben definibili.

Un altro modo per far fronte alle esternalità consiste nell'inglobarle all'interno dell'impresa, fondendo le società coinvolte. Facendo riferimento all'esempio sopra riportato nel caso delle due imprese presenti sullo stesso fiume, la fusione delle due imprese consentirebbe a chi gestisce l'impresa risultante di decidere in merito alla questione dell'inquinamento.

### *2.3 Le soluzioni Pubbliche alle esternalità*

Nel caso in cui i privati non trovino una soluzione al problema delle esternalità lo Stato può intervenire attraverso diverse modalità, le principali sono:

- A. Imposta Pigouviana;**
- B. Sussidi;**
- C. Imposta sulle emissioni;**
- D. Sistema Cap and Trade.**

### **A) Imposta Pigouviana**

L'imposta Pigouviana è una soluzione proposta negli anni '30 dall'economista A.C. Pigou che consiste nel far pagare a chi crea esternalità negative, un'imposta su ogni unità prodotta che ammonta al danno marginale che l'impresa provoca in corrispondenza del volume efficiente di output.

Il corrispettivo a cui deve ammontare l'imposta non è di semplice calcolo, ma generalmente è possibile arrivare ad una ragionevole soluzione che soddisfi tutte le parti chiamate in causa.

### **B) Sussidi**

Il sussidio consiste nel pagare chi inquina per far sì che smetta. Se l'impresa limita la sua produzione ad una quota prestabilita lo Stato compensa questa sua riduzione di reddito con un sussidio, mentre se l'impresa decide di produrre un quota superiore a quanto indicato dallo Stato non riceverà il sussidio pubblico.

Questo metodo ha due grossi limiti, il primo è che il sussidio pubblico essendo una spesa dello Stato deve essere compensato da un'entrata e di conseguenza l'introduzione di un sussidio può generare l'introduzione di una tassa o di un'imposta generando così inefficienza in altri settori di mercato. Il secondo è che il sussidio genera profitti più elevati per le imprese del settore quindi nel lungo periodo ci saranno più produttori, facendo così aumentare l'inquinamento ed il costo sociale del sussidio.

### **C) Imposta sulle emissioni**

L'imposta sulle emissioni va a gravare su ogni unità di emissioni inquinanti piuttosto che su ogni unità di output. L'imposta sulle emissioni ha effetto positivo (riduce l'inquinamento) fintantoché l'impresa non raggiunge il punto di efficienza, oltre quel punto non si avrà una riduzione dell'inquinamento perché il costo marginale per farlo sarà maggiore alla riduzione ottenuta con l'imposta.

### **D) Sistema Cap and Trade**

Il sistema Cap and Trade è basato su una politica di attribuzione delle licenze ad inquinare in un numero stabilito dallo Stato in base all'ammontare massimo di inquinamento desiderato, ai proprietari di tali licenze è lasciata la libertà di scambiarle dietro remunerazione.

Con un sistema Cap and Trade si ha una riduzione dell'inquinamento superiore alla quantità efficiente, come conseguenza di un aumento dei costi marginali.

Il sistema Cap and Trade può essere coadiuvato da un prezzo di sicurezza (safety valve price) che equivale al prezzo di vendita a cui le imprese inquinanti possono acquistare nuove licenze oltre il limite stabilito in precedenza dallo Stato.

## Capitolo 3

### *Il caso: La privatizzazione del polo Fieristico-Congressuale di Rimini*

Nei primi capitoli si è parlato di cosa sia una privatizzazione, di come essa la si può attuare e delle conseguenze che essa comporta, ora vediamo più nello specifico un caso concreto di privatizzazione che si sta svolgendo in questo periodo (2015) il caso della privatizzazione del polo Fieristico-Congressuale di Rimini.

Per prima cosa si analizzerà la struttura sociale e patrimoniale antecedente la decisione di privatizzare, si riporterà poi la valutazione degli assets aziendali, quindi si esamineranno le modalità di privatizzazione che sono state sottoposte a giudizio degli stakeholder, poi vedremo le decisioni prese dagli stakeholder, infine ci si soffermerà sui possibili scenari delle esternalità che questa privatizzazione causerà sul territorio di Rimini.

#### *3.1 La struttura societaria e la decisione di privatizzare*

Per capire le scelte effettuate dagli stakeholder e le cause che hanno portato alla situazione attuale, ossia alla decisione di privatizzare il polo fieristico-congressuale di Rimini, si deve necessariamente partire da una sintetica illustrazione della struttura societaria attraverso la quale si è organizzato detto polo, da una sintetica illustrazione della situazione patrimoniale antecedente all'esercizio 2015 e dalle "condizioni di fatto" che hanno indotto gli stakeholder ad assumere tale decisione.

Il polo Fieristico-Congressuale di Rimini fa capo a due distinte società:

1. Rimini Fiera S.p.A., la quale è proprietaria dei padiglioni fieristici, si occupa della gestione delle manifestazioni fieristiche e, attraverso società controllate, si occupa della gestione del sistema congressuale e di attività complementari (in particolare: catering e ristorazione, parcheggi, allestimenti stand fieristici e congressuali, pulizie e facchinaggio);
2. Società del Palazzo dei Congressi S.p.A., la quale è proprietaria del nuovo immobile palazzo dei congressi della Provincia di Rimini (la cui gestione è in capo a Rimini Fiera S.p.A. a fronte di un contratto di locazione stipulato fra le due società).

Rimini Fiera S.p.A., dai dati desumibili dal bilancio d'esercizio chiuso al 31/12/2014, ha un capitale sociale di € 42,3 mln circa e riserve per € 101,5 mln circa, per un totale di patrimonio

netto pari a € 143,8 mln circa. I debiti verso banche a medio – lungo termine risultavano pari a € 10,5 mln circa, completamente estinti nel corso del primo semestre 2015 grazie alla liquidità riveniente dalla operazione straordinaria di cessione di un'area edificabile. La società, in buona sostanza, risulta ad oggi proprietaria del complesso fieristico di recente costruzione (2001) e priva di debiti di finanziamento nei confronti del sistema bancario avendo completamente ripianato, attraverso la liquidità riveniente dalla gestione ordinaria, l'intero debito originariamente contratto per la realizzazione dei padiglioni fieristici.

Il polo Fieristico-Congressuale di Rimini è controllato, attraverso partecipazioni dirette e partecipazioni indirette dagli enti locali del territorio riminese, quindi: Comune di Rimini, Provincia di Rimini e Camera di Commercio di Rimini (CCIAA).

Più precisamente:

- Provincia di Rimini e CCIAA di Rimini, cadauna, detengono una partecipazione diretta in Rimini Fiera S.p.A. pari al 8,921%, mentre il Comune di Rimini detiene una partecipazione diretta pari allo 0,921% ed una partecipazione indiretta del 8,00% per il tramite della società interamente controllata Rimini Holding S.p.A.;
- Provincia di Rimini, CCIAA di Rimini e Rimini Holding S.p.A. detengono in modo paritetico (33,333% cadauna) l'intero capitale della sub-holding Rimini Congressi S.r.l. la quale, a sua volta, detiene la maggioranza di controllo (52,56%) di Rimini Fiera S.p.A..

In tal modo i soci pubblici del territorio riminese detengono il 79,323% dell'intero capitale sociale di Rimini Fiera S.p.A.; il rimanente 20.677% del capitale sociale è in capo:

- Quanto al 5,088%, alla Regione Emilia-Romagna;
- Quanto al rimanente 15,589%, è detenuto, tramite singole quote generalmente inferiori al 1% del capitale sociale, da investitori privati.

Rimini Congressi S.r.l., dai dati desumibili dal bilancio d'esercizio chiuso al 31/12/2014, ha un capitale sociale di € 50,5 mln circa, oltre a versamenti in conto futuro aumento di capitale per € 15 mln, perdite portate a nuovo per € 11 mln circa ed utile d'esercizio pari ad € 4,1 mln, il tutto per un patrimonio netto di € 58,6 mln circa. La società, ha fronte degli impegni assunti per la realizzazione del nuovo palazzo dei congressi, ha contratto nell'anno 2010, un mutuo di € 46,5 mln il cui debito residuo ammontava, alla data di chiusura del bilancio, a € 42 mln circa, oltre a € 1,05 mln a titolo di interessi relativi all'anno 2014 il cui pagamento è stato

oggetto di sospensione da parte di Unicredit S.p.A.. La società, in quanto holding di partecipazioni, può contare esclusivamente sulle entrate derivanti dagli eventuali dividendi la cui distribuzione sia stata deliberata dalle società partecipate e dall'eventuale riconoscimento, da parte delle società unitamente alle quali si procede alla presentazione del consolidato fiscale nazionale, dei crediti afferenti le imposte legittimamente compensate da queste ultime. Dall'esame degli ultimi bilanci risulta chiaramente quanto segue:

- Il bilancio 2014 si è chiuso in utile per effetto dell'iscrizione, per competenza, del dividendo straordinario deliberato alla fine di dicembre 2014 da Rimini Fiera S.p.A. (la cui quota di competenza ammonta a € 6,6 mln circa);
- I precedenti bilanci d'esercizio chiudono con perdite che sono state progressivamente portate a nuovo (quindi non hanno formato oggetto di ripianamento da parte dei soci);
- Il pagamento delle rate del mutuo contratto presso la banca Unicredit S.p.A. risulta condizionato dalla disponibilità di risorse finanziarie rivenienti dalla gestione che non si sono realizzate e pertanto la società, trovata in difficoltà ha richiesto alla banca mutuante per l'anno 2013 l'applicazione della cosiddetta moratoria ABI (posticipo del pagamento della quota capitale al termine del contratto di mutuo e pagamento degli interessi afferenti la rata in scadenza) e, per l'anno 2014, ha ottenuto dalla stessa banca Unicredit S.p.A., mediante la stipula di uno specifico accordo c.d. "stand-still", la sospensione dell'intera rata in scadenza nell'anno con pagamento degli interessi al termine del periodo di sospensione annuale.

Per quanto attiene a Società del Palazzo dei Congressi S.p.A., la maggioranza del capitale sociale (66,11%) è in capo alla sub-holding degli enti locali del territorio riminese Rimini Congressi S.r.l., una quota di collegamento (23,33%) è detenuta da Rimini Fiera S.p.A., altre quote di minoranza fanno capo direttamente ai sopra richiamati enti locali del territorio riminese (complessivamente per il 10,41% circa del capitale sociale) ed, infine, una piccola quota di minoranza (0,15% circa) è detenuta dalla società consortile (AIA Palas) facente capo alla associazione degli albergatori della Provincia di Rimini.

La Società del Palazzo dei Congressi S.p.A. può contare esclusivamente sulle entrate rivenienti dalla locazione degli spazi relativi al nuovo palazzo congressi e per tanto, come risulta dagli ultimi bilanci d'esercizio, presenta una situazione economica in perdita (in quanto gli ammortamenti dell'investimento immobiliare risultano superiori all'entità dei canoni di locazione ritraibili), pur a fronte di una situazione finanziaria in equilibrio (in

quanto le entrate rivenienti dai canoni di affitto permettono l'integrale pagamento sia delle rate del mutuo contratto con MPS sia delle spese di gestione ordinaria).

A completamento di questo quadro va altresì ricordato che gli enti locali del territorio riminese, per il tramite di specifici accordi sottoscritti antecedentemente alla costruzione del nuovo palazzo dei congressi del territorio riminese, si sono impegnati, ove ciò non fosse più possibile direttamente da parte delle tre citate società, Rimini Congressi S.r.l., Rimini Fiera S.p.A. e Società del Palazzo dei Congressi S.p.A., a far fronte agli impegni finanziari, contratti direttamente da queste ultime società, relativi alla costruzione del nuovo palazzo dei congressi del territorio della provincia di Rimini.

All'inizio dell'esercizio 2014 l'ammontare dei debiti residui relativi alla predetta costruzione poteva così sintetizzarsi:

- Rimini Congressi S.r.l.: debito residuo di € 42 mln circa nei confronti di Unicredit S.p.A. a fronte di un mutuo di originari € 46,5 mln;
- Società del Palazzo dei Congressi S.p.A.: debito residuo di € 26 mln circa nei confronti di Monte dei Paschi di Siena S.p.A. a fronte di un mutuo di originari € 27,5 mln;
- Società del Palazzo dei Congressi S.p.A.: debito residuo di € 15 mln circa nei confronti di Rimini Fiera S.p.A. a fronte di un prestito fruttifero inter-company;
- Rimini Fiera S.p.A.: debito residuo di € 10,5 mln circa nei confronti del sistema bancario destinati a finanziare il prestito fruttifero inter-company a favore di Società del Palazzo dei Congressi S.p.A..

A fronte della crisi economico-finanziaria che ha investito le economie mondiali e quella italiana, anche il polo Fieristico di Rimini, in particolare negli esercizi 2011-2012-2013, ha registrato risultati decisamente inferiori a quelli attesi e programmati per far fronte agli impegni finanziari di cui sopra.

Analogamente, per quanto attiene ai risultati della gestione congressuale, nel medesimo periodo si è registrato un notevole peggioramento dei conti anche a causa dei ritardi nella consegna, da parte della società costruttrice, del nuovo palazzo dei congressi.

Sempre nel medesimo periodo gli enti locali sono stati oggetto di pesanti tagli ai contributi pubblici non coperti da maggiori entrate di carattere tributario: per quanto attiene al Comune di Rimini e alla Provincia di Rimini si fa riferimento ai tagli nei trasferimenti disposti dalle

varie leggi finanziarie per effetto del nuovo Patto di Stabilità, per quanto attiene alla Provincia di Rimini la situazione è risultata ulteriormente aggravata dall'approvazione, da parte del Parlamento, del progetto di riforma delle province (legge Delrio); da ultimo per quanto riguarda la Camera di Commercio di Rimini anche gli introiti di quest'ultima sono stati oggetto di pesanti tagli a fronte dell'approvazione della legge di riforma del sistema camerale.

Per i motivi sopra sinteticamente citati, gli enti locali del territorio riminese hanno quindi deliberato, nel corso della primavera 2014, di avviare un forte processo di privatizzazione del sistema fieristico-congressuale: a tal fine, attraverso un apposito bando pubblicato dalla subholding Rimini Congressi S.r.l., è stato individuato un advisor di elevato standing, anche internazionale, al quale sono stati conferiti, prima di tutto, i servizi di valutazione degli assets partecipativi oggetto di futura dismissione e di presentazione di uno studio che analizzasse le modalità più convenienti attraverso le quali realizzare la progettata privatizzazione; successivamente l'advisor ha assunto il compito di assistere la società nella realizzazione di tale privatizzazione.

Come chiaramente desumibile sia da quanto sopra riportato, sia dalla lettura delle delibere assunte dagli enti locali a favore dell'avvio del processo di privatizzazione, l'obiettivo principale perseguito da questi ultimi è quello di:

“consentire a Rimini Congressi S.r.l.:

1. L'anticipata estinzione, totale o parziale, del mutuo da essa contratto con Unicredit per la realizzazione del nuovo centro congressi di Rimini;
2. L'adempimento degli obblighi da essa assunti ... di sottoscrivere successivi aumenti di capitale sociale della “Società del Palazzo dei Congressi S.p.A.” a copertura anche parziale degli oneri sostenuti dalla medesima per la realizzazione del nuovo centro dei congressi di Rimini ... “;

il tutto al fine di non far pesare il ripianamento dei debiti contratti per la realizzazione del palazzo dei congressi alla collettività, come viceversa sarebbe stato ove si fosse reso necessario reperire le corrispondenti risorse dai bilanci di detti enti locali.

### *3.2 La valutazione degli assets*

L'advisor, in primo luogo, ha escluso dalla valutazione la società proprietaria del palazzo dei congressi concentrandosi sulla sola società operativa Rimini Fiera: ha quindi provveduto a

redigere una valutazione degli assets di Rimini Fiera S.p.A. basandosi sui dati pubblici e privati della società (bilancio d'esercizio, bilancio consolidato, bilancio di verifica, budget, business plan).

La valutazione è stata effettuata prendendo a riferimento la data del 31/12/2014, tenendo in considerazione il principio della continuità aziendale (in quanto l'azienda è "viva" e continua tutt'ora la sua normale gestione), ed è stata effettuata considerando il complesso aziendale nella sua globalità, con lo scopo di determinarne il Valore Economico.

I metodi di valutazione del valore economico aziendale si possono dividere in tre categorie:

1. Metodi Tradizionali:

- **Reddituale**, si basa sull'attualizzazione del reddito medio prospettico dell'azienda, in base ad un determinato tasso di attualizzazione (è la somma fra il tasso puro di interesse, compenso spettante a chi investe, e la maggiorazione di tasso, in funzione del rischio di settore), l'azienda è vista come un'organizzazione in grado di produrre un flusso di reddito periodico futuro, che viene paragonato ad una rendita, garantendo così la possibilità di valutazione.
- **Patrimoniale**, effettua la valutazione del valore economico dell'azienda tramite il suo Patrimonio Netto Rettificato (PNR). Il PNR viene calcolato partendo dal patrimonio netto contabile, a cui poi si apportano revisioni (finalizzate all'inclusione di elementi attivi/passivi maturati, ma non ancora contabilizzati), e rettifiche (sono gli adeguamenti dei valori contabili di bilancio ai valori correnti di mercato).
- **Misto patrimoniale-reddituale**, è la combinazione dei due metodi (reddituale e patrimoniale), il valore dell'azienda deriva dalla somma tra il Patrimonio Netto Rettificato e dalla capacità di produrre reddito dell'azienda (avviamento).
- **Finanziario**, il valore dell'azienda deriva dalla sommatoria dei flussi di cassa operativi attualizzati al costo medio ponderato del capitale, a cui si aggiunge il valore residuale dell'azienda, la posizione finanziaria netta ed, infine, le altre componenti dell'attivo/passivo non valorizzate dai flussi di cassa operativi.

2. Metodi Diretti:

- **Quotazioni di mercato**, l'azienda è quotata sul mercato e di conseguenza si effettua la valutazione del capitale economico prendendo come riferimento il valore espresso dal mercato stesso.
- **Multipli**, l'azienda non è presente sul mercato azionario e di conseguenza si effettua la valutazione tramite moltiplicatori di borsa o di transazioni extra borsistiche, di altre società considerate equiparabili.

### 3. Metodi Innovativi:

- **EVA**, Economic Value Added, è il surplus di valore creato dall'impresa in rapporto agli investimenti in corso. Si basa sulla differenza tra rendimento e costo del capitale investito nell'azienda.
- **MVA**, Market Value Added, è un derivato del metodo EVA, la valutazione si calcola sull'apprezzamento del capitale e sulla base della stima analitica della ricchezza prodotta dall'impresa.

Tra i metodi di valutazione sopraelencati quelli che spiccano per costanza d'utilizzo, nell'ambiente, sono i metodi tradizionali, tra questi, poi, bisogna scindere: quello che è caratterizzato da un elevato grado di soggettività, (metodo reddituale) che si adatta principalmente alle aziende che hanno una modesta componente patrimoniale, ma un'elevata redditività; da quello caratterizzato da un elevato grado di oggettività (metodo patrimoniale) che si adatta alle aziende dotate di un importante contenuto patrimoniale, ma con scarsa componente reddituale; da quelli più equilibrati (metodo misto patrimoniale-reddituale; metodo finanziario) che sintetizzano sia le componenti patrimoniali che quelle reddituali, rappresentando così le reali potenzialità dell'azienda sotto il profilo reddituale e patrimoniale, risultando così i principali metodi utilizzati nella realtà operativa nelle transazioni di alto profilo.

L'advisor seguendo questa linea di pensiero del settore ha deciso di effettuare la valutazione degli assets secondo una modalità principale (analitica) ed effettuare poi un riscontro del risultato ottenuto attraverso l'utilizzo di altri due metodi alternativi (empirici):

Il metodo principale utilizzato è stato quello dei **Flussi di cassa attualizzati (discounted cash flow o DCF)** (metodo analitico): Questo metodo tende a determinare il valore di un'azienda attraverso la somma dei flussi di cassa prospettici della stessa, attualizzati mediante un tasso di sconto pari al costo medio ponderato del capitale. I flussi di cassa futuri

vengono normalizzati in modo tale da eliminare tutte le distorsioni possibili derivanti dalla gestione straordinaria.

I metodi alternativi (utilizzati ai fini del controllo del dato ottenuto attraverso il metodo principale) sono:

1. Metodo dei multipli di borsa (metodo empirico): Questo metodo determina il valore di un'azienda attraverso il valore del capitale economico della stessa in base a moltiplicatori di mercato derivati dai prezzi di borsa delle società quotate, considerate equiparabili.

I moltiplicatori di borsa sono ottenuti come rapporto tra la capitalizzazione di borsa e grandezze economico-patrimoniali ritenute significative. Il calcolo del valore dell'azienda oggetto di analisi si sviluppa applicando i suddetti moltiplicatori alle stesse grandezze aziendali utilizzate per la determinazione degli stessi moltiplicatori ed espresse della società in analisi.

2. Metodo dei multipli da transazioni (metodo empirico): Questo metodo utilizza parametri espressi dai prezzi delle transazioni di società equiparate alla società in analisi, che sono avvenute al di fuori del normale mercato borsistico.

Come si può notare il metodo principale (metodo dei flussi di cassa attualizzati) è l'unico che ha tenuto conto direttamente della situazione aziendale senza basarsi su valori derivanti da altre società, che per quanto accuratamente selezionate comunque differiscono da quella in analisi.

I metodi empirici alternativi a quello principale e quindi di mero controllo (multipli di borsa e multipli da transazioni), si basano sul confronto con il mercato e altre società presenti in esso, siano esse dirette concorrenti o meno, e sono utilizzati come metodi di contro-verifica al metodo analitico (flussi di cassa attualizzati).

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF) è stato quindi considerato, per i motivi sopra detti, il principale metodo per la valutazione degli assets di Rimini Fiera S.p.A.

Nella prospettiva "*asset-side*" il metodo DCF determina il valore del capitale investito di un'azienda pari al valore attuale dei flussi di cassa operativi che essa sarà in grado di generare in futuro, considerati al netto delle imposte e scontati a un tasso pari al costo medio ponderato del capitale. I flussi di cassa futuri sono generalmente esplicitati per un numero definito di anni (periodo esplicito), successivamente ai quali si ipotizza la generazione, da parte dell'azienda, di un flusso di cassa sostenibile in perpetuità ad un tasso di crescita medio nominale (g rate) di lungo periodo.

Nella prospettiva “*equity-side*” il metodo DCF determina il valore del patrimonio netto della società come somma algebrica del valore finanziario del suo capitale investito e della sua posizione finanziaria netta, quest’ultima considerata alla data di riferimento ed espressa a valori di mercato.

Il metodo DCF lo si può rappresentare analiticamente tramite la seguente formula:

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCF_k}{(1+WACC)^k} + TV + NFP + SA$$

Dove:

W = valore del capitale economico dell’azienda;

FCF = flussi di cassa operativi del periodo esplicito;

N = numero di anni del periodo di previsione esplicita;

WACC= costo medio ponderato del capitale;

TV = valore residuale dell’azienda al termine del periodo di previsione esplicita;

NFP = posizione finanziaria netta;

SA = altre componenti dell’attivo/passivo non valorizzate nei flussi di cassa operativi.

L’utilizzo del metodo DCF per la valutazione di Rimini Fiera S.p.A. si basa sui flussi di cassa operativi per il periodo 2014-2015 espressi dal business plan consolidato del periodo 2014-2016. Ai flussi di cassa così espressi sono stati rettificati determinati fattori:

- a. Cessione di asset non gestionali (terreni);
- b. Aggiornamento della situazione patrimoniale;
- c. Nuovo budget 2015;
- d. Normalizzazione del flusso terminale;

a) **Cessione di asset non gestionali:** la società Rimini Fiera S.p.A. ha progettato la vendita di due terreni inutilizzati di sua proprietà per il periodo 2015-2016 per un importo complessivo di € 25 mln circa, queste cessioni non sono state valorizzate all’interno dei flussi di cassa operativi in quanto facenti capo alla gestione straordinaria e sono state, invece, inserite nel metodo DCF nelle SA (altre componenti dell’attivo non valorizzate dai flussi di cassa).

b) **Aggiornamento della situazione patrimoniale:** in base ai dati del bilancio di pre-chiusura 2014 (si evidenzia che la valutazione è stata eseguita assumendo i dati di pre-chiusura dell’esercizio 2014 approvati dal C.d.A. in quanto il bilancio d’esercizio definitivo è stato approvato dall’assemblea dei soci successivamente alla data di redazione della valutazione e

che quest'ultimo ha confermato i valori base assunti per la valutazione stessa) si è potuto evidenziare, una migliore posizione finanziaria netta della società e di conseguenza si rettifica la versione precedente della stessa.

c) **Nuovo budget 2015:** il budget 2015 ha messo in rilievo una differenza negativa per l'EBITDA dovuta a stime erranee del business plan e un incremento del costo del personale dovuto alla nuova contrattazione sindacale. Queste variazioni sono andate a rettificare i flussi di cassa operativi inizialmente ammessi alla valutazione.

d) **Normalizzazione del flusso terminale:** in questa fase si è provveduto a normalizzare quei flussi di cassa provenienti da eventi fieristici programmati con cadenza biennale; per gli anni successivi al 2016 si è progettata un'ipotesi di redditività media sostenibile dall'azienda, garantendo così la possibilità di effettuare una stima veritiera dei flussi di cassa futuri.

Per la valutazione ci si è basati su dati consuntivi, consolidati, derivati e stime. Il WACC (costo medio ponderato del capitale) è stato determinato in base a diversi fattori tra cui il fattore di rischio, il costo del capitale proprio, il rendimento delle attività prive di rischio, il premio per il rischio e il costo del debito.

Il G rate (tasso atteso di crescita dei dividendi) è il tasso stimato di crescita dei dividendi attesi nei futuri esercizi. Questo tasso lo si può esplicitare secondo la seguente formula:  $G = ROE \times TRU$

Dove:

ROE = return on equity

TRU = tasso di ritenzione degli utili

Rimini Fiera - Metodo dei flussi di cassa scontati			
€ mln	2015	2016	t+1
Ricavi	76,5	85,8	86,6
Costi operativi	(63,6)	(68,2)	(68,9)
<b>Ebitda</b>	<b>13,0</b>	<b>17,6</b>	<b>17,7</b>
Rettifica Budget 2015	(0,8)	(0,2)	(0,2)
Rettifica eventi biennali			(0,5)
<b>Ebitda adj.</b>	<b>12,2</b>	<b>17,4</b>	<b>17,0</b>
Ammortamenti	(5,8)	(5,4)	(1,5)
<b>Ebit</b>	<b>6,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,5</b>
Imposte	(2,0)	(3,8)	(4,9)
<b>NOPAT</b>	<b>4,4</b>	<b>8,2</b>	<b>10,6</b>
Ammortamenti	5,8	5,4	1,5
Investimenti (escl. cessione terreni non strum.)	(3,6)	(1,8)	(1,5)
Variaz. CCN	(4,9)	0,6 <sup>(1)</sup>	
Variaz. Fondi	0,0	0,2	
<b>Flusso di cassa operativo</b>	<b>1,7</b>	<b>12,6</b>	<b>10,6</b>
Costo del Capitale (WACC)			
g rate			
Fattore di sconto		0,93	0,86
<b>Flusso di cassa attualizzato</b>		<b>1,6</b>	<b>10,9</b>
Terminale Value			140,2
Somma flusso di cassa attualizzato	12,5		
Terminal Value attualizzato	121,2		
<b>Enterprise Value</b>			<b>133,7</b>
PFN			(4,9)
Minorities			(0,4)
<b>Equity Value</b>			<b>128,3</b>

Sensitivity analysis		G rate				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
WACC	6,6%	131,7	142,7	155,7	171,3	190,3
	7,1%	120,6	130,0	140,9	153,7	169,1
	7,6%	111,1	119,1	128,3	139,0	151,7
	8,1%	102,7	109,7	117,5	126,6	137,2
	8,6%	95,4	101,4	108,2	116,0	125,0

1

La valutazione così effettuata ha portato a un range di valorizzazione, degli assets, compreso tra € 117 mln e € 141 mln ed è stato assunto, quale valore di riferimento, un Equity Value di € 128,3 mln.

<sup>1</sup> Le tabelle riprodotte sono tratte dai documenti redatti da KPMG Advisory per conto di Rimini Congressi.

### *3.3 Le alternative proposte*

L'advisor svolta la prima parte del suo incarico (valutazione degli assets) ha proseguito con gli impegni presi ed ha stilato e presentato una rosa di possibili alternative, con relative analisi, per portare a termine la privatizzazione del polo fieristico-congressuale di Rimini.

La rosa di alternative è la seguente:

- **Privatizzazione “classica”:** cessione di azioni di Rimini Fiera e/o Società del Palazzo dei Congressi (si rimanda a 3.3.1);
- **Quotazione in borsa:** Ricorso al mercato telematico azionario (MTA) ovvero ricorso all'Alternative Investment Market (AIM) da parte di Rimini Fiera e/o Società del Palazzo dei Congressi (si rimanda a 3.3.2);
- **Aumento di capitale di Rimini Congressi:** con conseguente ingresso di uno o più nuovi soci nella sub-holding (si rimanda a 3.3.3);
- **Valorizzazione specifica di eventi:** tramite lo scorporo e conferimento di una o più NewCo di uno o più rami aziendali o eventi fieristici (si rimanda a 3.3.4);
- **Valorizzazione separata Exhibition business vs Immobiliare:** operazioni di scorporo e separazione del ramo immobiliare e della gestione degli eventi fieristici e conseguente valorizzazione separata (si rimanda a 3.3.5).

3.3.1 Privatizzazione “classica”: La cessione ad uno o più soggetti delle quote di Rimini Fiera e/o Palazzo dei Congressi da la possibilità di effettuare una procedura ad evidenza pubblica ovvero in forma “ristretta” ponendo dei limiti nelle qualità e risorse richieste al socio entrante.

L'analisi S.W.O.T.(Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) mostra: tra i punti di forza il flusso finanziario in entrata per i soci con la possibilità di utilizzarlo per risanare la posizione debitoria; tra le debolezze la mancanza di un vero e proprio investimento diretto nella società limitandosi così al solo autofinanziamento; tra le opportunità la possibilità di ingresso tra i soci di un industriale operante nello stesso settore con conseguente espansione e valorizzazione degli eventi e del brand; tra le minacce la possibilità di dover ricapitalizzare la società successivamente alla privatizzazione e la richiesta del mercato del maggioranza assoluta del capitale privatizzato per diventare appetibile per un potenziale investitore.

3.3.2 Quotazione in borsa: La quotazione sia essa avvenga sul MTA o sul AIM prevede un percorso strutturato in varie fasi: Valutazione della fattibilità, Definizione della

struttura di capitale; Adeguamento ai requisiti di mercato; Deposito documentazione a Consob e Borsa Italiana; Analisi del l'interesse del mercato.

Quest'operazione necessita la presenza di diversi tipi di advisor in grado di accompagnare la società durante il complesso e lungo percorso intrapreso.

L'analisi S.W.O.T. mostra: tra i punti di forza il flusso finanziario in entrata per i soci con la possibilità di utilizzarlo per risanare la posizione debitoria e la capacità di investimenti incrementali; tra le debolezze il rischio concreto di mancato ingresso di soci industriali in assenza di fissazione di requisiti specifici (capacità tecnica/economica/finanziaria); tra le opportunità la concreta possibilità di "azionariato diffuso" garantirebbe il mantenimento del controllo societario con quote ridotte; tra le minacce la possibilità di dover ricapitalizzare la società successivamente alla privatizzazione, possibili problemi dovuti alla governace in caso della mancanza di "azionariato diffuso" e la natura del percorso intrapreso (complesso, di lungo periodo e costoso).

- 3.3.3 Aumento di capitale di Rimini Congressi: Aumento di capitale, con contestuale rinuncia degli attuali soci al diritto d'opzione sulla sottoscrizione delle nuove azioni, di Rimini Congressi, così facendo si ha la possibilità di effettuare una procedura di evidenza pubblica ovvero una in via "ristretta" e si garantirebbe un rafforzamento del capitale di Rimini Congressi e la massima sostenibilità al livello di indebitamento del gruppo.

L'analisi S.W.O.T. mostra: tra i punti di forza il rafforzamento patrimoniale della società, il riequilibrio della struttura finanziaria del gruppo e la possibilità di investimenti incrementali; tra le debolezze l'estrema difficoltà a piazzare le nuove azioni e di attrarre nuovi investitori imponendo loro il finanziamento del business immobiliare; tra le minacce il rischio concreto di asta deserta dovuta alla difficoltà di marketability della procedura.

- 3.3.4 Valorizzazione specifica di eventi: La valorizzazione può essere realizzata tramite l'operazione di scorporo e conferimento in una o più NewCo di uno o più rami d'azienda in relazione ad uno o più eventi fieristici e conseguente ingresso di privati nella/e NewCo. La procedura sarebbe a evidenza pubblica, ma con una preselezione dei nuovi soci, una valutazione singola per ogni evento o ramo d'azienda conferito veicolando, così, l'investimento sul puro business e gli oggetti di maggior appetibilità di proprietà della società.

L'analisi S.W.O.T. mostra: tra i punti di forza la massima appetibilità potenziale di mercato per la procedura e la possibilità di selezionare i nuovi soci in grado di aiutare lo sviluppo nazionale e internazionale degli eventi stessi; tra le debolezze la possibilità della perdita di controllo sugli eventi, l'erosione delle attese di Cash In dalla cessione commisurate ai vincoli che si imporranno agli investitori e la gestione in comune di attività immateriali quali i marchi; tra le opportunità la possibilità di effettuare l'operazione senza il confronto con le banche proprietarie del debito residuo e la possibilità di bilanciare il Cash In dell'operazione con la redditività e il portafoglio eventi rimanente in Rimini Fiera; tra le minacce l'eventualità che lo svolgimento degli eventi ceduti sia lontano dal territorio riminese e la situazione dei flussi di cassa di Rimini Congressi subordinata alla distribuzione di dividendi straordinari da parte delle NewCo e di Rimini Fiera.

3.3.5 Valorizzazione separata dell'Exhibition business Vs Immobiliare: La valorizzazione separata tramite scorporo degli asset immobiliari dall'attività svolta in licenza di gestione dell'Exhibition business, rappresenta, una variante dell'opzione precedente di valorizzazione degli eventi, potenzialmente risulta come l'opzione più interessante per il mercato.

L'analisi S.W.O.T. mostra: tra i punti di forza l'appeal di mercato potenzialmente crescente per Rimini Fiera (inquadrate come solo gestore) e il flusso finanziario in entrata agli attuali soci con la possibilità di utilizzarlo per risanare la difficile posizione debitoria; tra le debolezze lo scorporo delle due parti (immobiliare Vs Business) consentirebbe la valorizzazione di una, ma porterebbe come conseguenza la riduzione di valore dell'altra e la proliferazione societaria porterebbe ad un incerto equilibrio societario; tra le opportunità la possibilità di selezionare i nuovi soci in grado di aiutare lo sviluppo nazionale e internazionale dei due business; tra le minacce la valorizzazione sul mercato dei due business è di fatto alternativa una all'altra e la difficoltà a trovare un investitore nel settore immobiliare dovuto alle caratteristiche stesse degli immobili (compendio immobiliare relativamente piccolo, di difficile alternativa d'uso e a elevata rischiosità dovuta alla poca diversificazione attuabile).

Nello studio l'advisor ha esaminato le singole opzioni proposte sotto molteplici aspetti per garantire una migliore comprensione agli stakeholder e per meglio caratterizzarle in funzione delle finalità che Rimini Congressi ha posto come obiettivi.

Lo studio effettuato dall'advisor per quanto riguarda le opzioni citate come: La privatizzazione classica; L'aumento di capitale di Rimini Congressi; La valorizzazione separata dell'Exhibition business Vs Immobiliare, evidenzia la loro scarsa praticabilità.

L'advisor ha indicato, fra le opzioni sopra elencate, quale abbia la maggiore probabilità di essere portata a termine con successo come: La valorizzazione specifica di eventi.

Una seconda opzione individuata dall'advisor come percorribile risulta essere la Quotazione di borsa di Rimini Fiera.

L'advisor, inoltre, ritiene le due opzioni sopra citate alternative fra loro.

### *3.4 Le decisioni degli Stakeholder*

Le decisioni prese dagli Stakeholder riguardo alla rosa di alternative proposte dall'advisor in merito alla privatizzazione del polo fieristico-congressuale di Rimini si sono basate sulla relazione stilata dall'Amministratore Unico di Rimini Congressi S.r.l. in merito alle risultanze della valutazione predisposta dall'advisor.

La relazione è presentata in modo tale da evidenziare le alternative, proposte dall'advisor, in ordine alla definizione più realizzabile e conveniente per Rimini Congressi S.r.l.. La relazione realizza, in un primo momento, l'analisi dello studio realizzato dall'advisor mettendo in evidenza le alternative proposte e poi a seguito della scrematura fra quelle realizzabili e quelle residuali effettua un esame dei singoli casi realizzabili.

Nella relazione si evidenzia come le tre alternative proposte e scartate dall'advisor: La privatizzazione classica; L'aumento di capitale di Rimini Congressi; La valorizzazione separata dell'Exhibition business Vs Immobiliare, oltre ad essere poco praticabili abbiano la pressoché certa impossibilità di raggiungere l'obiettivo prefissato di ricavare, da parte di Rimini Congressi, risorse sufficienti a risollevare la problematica del debito residuo verso Unicredit.

La relazione sottolinea come le due opzioni indicate come praticabili e alternative fra di loro (La quotazione in borsa e La valorizzazione separata di eventi), da parte dell'advisor, in realtà possano essere attuate in parallelo fra loro nell'ambito di un unico progetto finanziario ed industriale. La proposta dell'amministratore unico è un progetto che consiglia di procedere in parallelo alla valorizzazione separata di eventi singoli e alla quotazione in borsa.

Questo progetto consentirebbe un impatto immediato e diretto sul risultato finanziario di Rimini Congressi e di conseguenza dai sui soci pubblici e contemporaneamente doterebbe Rimini Fiera di nuove risorse finanziarie essenziali per un posizionamento ancora più elevato della società, sia sul mercato nazionale che su quello internazionale, attraverso la valorizzazione separata di eventi da portare su altri mercati, con operazioni di partnership che coinvolgono operatori leader nei vari mercati internazionali.

Il progetto prospetta la quotazione in borsa di Rimini Fiera, che avverrebbe, sul mercato AIM (Alternative Investment Market) è il mercato della Borsa Italiana dedicato alle piccole medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita. L'AIM si differenzia dal mercato MTA sotto vari aspetti i cui principali sono:

- Flessibilità di regolamentazione;
- Centralità del Nomad;
- Requisiti d'accesso al mercato.

La Flessibilità di regolamentazione è data dal fatto che si vuole offrire la possibilità, alle piccole medie imprese, di un percorso che porta alla quotazione semplificato e studiato appositamente per la struttura media delle PMI.

Centralità del Nomad (Nominated Adviser), il Nomad è il consulente che segue l'impresa passo dopo passo durante tutta la procedura di ammissione e per tutta la permanenza sul mercato dell'impresa, supporta l'impresa con gli adempimenti che sorgono sul mercato e garantisce la corretta informazione degli investitori.

I Requisiti d'accesso al mercato, sono studiati in base da garantire alla PMI di potere entrare sul mercato senza dovere stravolgere i loro bilanci. L'AIM ha criteri d'accesso ridotti e non ha dei limiti alle dimensioni dei capitali (minima o massima) delle società, è, inoltre, sufficiente una soglia minima del 10% di capitale flottante (azione della società quotata, che non fanno parte della quota di controllo, che si possono liberamente scambiare gli investitori esterni) per potere accedere al mercato, a differenza del MTA dove la soglia minima è del 25%.

Il mercato AIM, così com'è stato progettato, consente alle PMI di poter essere ammesse alla borsa con tempi relativamente brevi 4-5 mesi, contro i 9-12 mesi necessari alla quotazione sul mercato MTA.

Il progetto prevede la quotazione in borsa attraverso un'OPV (offerta pubblica di vendita) e un'OPS (offerta pubblica di sottoscrizione).

Con l'offerta pubblica di vendita di parte della propria partecipazione azionaria in Rimini Fiera, in misura da definirsi, comunque non meno del 10% circa del capitale sociale di quest'ultima, Rimini Congressi potrebbe ottenere una somma (tenuto conto del range di valore stabilito dall'advisor) di € 10-12 mln circa, che le consentirebbero di ridurre il residuo del mutuo, stipulato con Unicredit, dagli attuali € 42 mln circa, ai futuri € 30-32 mln circa.

Attualmente Rimini Congressi necessita, annualmente, di una somma a servizio dell'ammortamento del debito di € 3,6 mln circa, tra quota capitale e interessi maturati. L'estinzione anticipata di una parte, corrispondente a circa un quarto, del debito porterebbe ad una significativa riduzione della somma richiesta a servizio dell'ammortamento del debito. Con l'estinzione anticipata di parte del debito residuo e con una piccola proroga della scadenza dello stesso, da concordare con la banca, il fabbisogno finanziario complessivo annuo di Rimini Congressi a servizio dell'ammortamento del debito calerebbe a €2,6 mln circa.

Con l'offerta pubblica di sottoscrizione, conseguente a un aumento di capitale deliberato dall'assemblea dei soci di Rimini Fiera, con emissione di nuove azioni da riservarsi al mercato AIM (quindi con rinuncia al diritto di sottoscrizione da parte degli attuali soci), in misura da definirsi, comunque corrispondente a circa il 10% dell'attuale capitale sociale, la società potrebbe ottenere, tra capitale sociale e sovrapprezzo azionario, una somma (tenuto conto del range di valore stabilito dall'advisor e al netto delle spese derivanti dalle complesse fasi di ammissione alla borsa AIM, a carico di Rimini Fiera) di € 9-10 mln circa.

Queste nuove risorse finanziarie andrebbero destinate a supporto della crescita e dello sviluppo internazionale, che permetta alla società, anche attraverso operazioni di partnership con operatori leader nei vari mercati internazionali, di internazionalizzare gli eventi di maggiore successo.

L'operazione di internazionalizzazione degli eventi/manifestazioni di maggiore successo o di maggiore appeal industriale, dovrebbe portare alla costituzione di nuove società (NewCo), deputate all'organizzazione all'estero, dei medesimi eventi che si svolgono nel polo fieristico-congressuali di Rimini. L'operazione per consentire la valorizzazione separata di singoli eventi presuppone che all'interno delle NewCo, Rimini Fiera apporti la licenza del marchio della manifestazione e il know-how organizzativo, mentre il nuovo socio industriale, avrebbe il compito di inserire l'evento/manifestazione all'interno delle proprie iniziative già in essere sui singoli mercati nei quali sia il leader o in cui abbia una forte presenza.

Questo progetto attuato attraverso le due operazioni sopra illustrate, pur realizzando un'importante fase di privatizzazione della società e di apertura al mercato (la quota capitale in mano agli enti pubblici, direttamente da loro posseduta o posseduta da Rimini Congressi, passerebbe dall'attuale 79% circa al 60% circa), farebbe conservare la maggioranza del capitale di Rimini Fiera (e di conseguenza anche della Società del Palazzo dei Congressi) in mano pubblica, restando così garantito il controllo pubblico del polo fieristico-congressuale del territorio di Rimini.

Il progetto qui descritto garantisce agli enti pubblici, qualora occorresse reperire ulteriori risorse a copertura del debito verso Unicredit o per le casse degli enti stessi, da la possibilità agli enti pubblici di poter immettere sul mercato un quota pari al 10% circa del capitale sociale di Rimini Fiera, mantenendo così inalterata il controllo societario.

Il progetto di quotazione al mercato AIM, riguardo ai tempi di realizzazione, tenuto conto della mole di adempimenti richiesti e degli esperti da coinvolgere, si stima lo si possa concludere in 6-8 mesi dal momento in cui gli organi sociali di Rimini Fiera (C.d.A. e assemblea dei soci) assumeranno le relative delibere.

Gli stakeholder presa visione dei documenti presentati dall'advisor e della relazione sopra descritta, hanno deciso di iniziare il percorso indicato loro dall'Amministratore Unico di Rimini Congressi S.r.l..

## *Conclusioni*

Nel corso della tesi, in una prima fase si è preso in esame il concetto di privatizzazione, analizzando come esso può essere diviso e da cosa è caratterizzato, facendo attenzione a illustrare come il processo delle privatizzazioni si sia sviluppato all'interno del sistema normativo Italiano; si è illustrato i motivi che hanno portato lo Stato ad entrare nel sistema economico e il perché abbia deciso di uscirne, mostrando infine una breve sintesi storica di alcune operazioni condotte del Governo Italiano.

Nella seconda fase si è poi illustrato gli effetti delle privatizzazioni sul mercato concentrandosi principalmente sulle esternalità, abbiamo visto da cosa sono generate e come i privati e lo Stato possono farvi fronte.

All'interno del terzo capitolo si è illustrato il perché si sia arrivati a prendere la decisione di privatizzare il polo fieristico-congressuale di Rimini. Visionando la situazione patrimoniale-finanziaria e la struttura organizzativa del gruppo e delle singole società, ragionando sugli obiettivi preposti dagli enti locali; analizzando la valutazione effettuata dall'advisor degli assets societari; studiando le opzioni proposte dall'advisor, ed infine, analizzando la relazione dell'Amministratore Unico di Rimini Congressi S.r.l..

Si è mostrato come gli Enti Locali del territorio di Rimini abbiano preso la decisione di privatizzare il polo Fieristico-Congressuale di Rimini con il preciso intento di risanare il bilancio delle società partecipate e non quello di finanziare campagne d'investimenti strutturali o risanamenti dei debiti pubblici.

Il processo di privatizzazione illustrato nel terzo capitolo, ha la capacità di risollevare le sorti delle società facenti parte del polo riminese garantendo così la prosecuzione degli investimenti incrementali e la presenza di un costante indotto su tutto il territorio riminese.

Una privatizzazione effettuata secondo la modalità della quotazione in borsa, in parte tramite una OPV ed in parte tramite una OPS può portare alla realizzazione di un "nocciolo duro", così come descritto nel primo capitolo, ovvero alla realizzazione di una Public Company, entrambe le opportunità garantirebbero la prosecuzione dell'oggetto sociale senza nessuno strappo alla passata gestione pubblica.

La privatizzazione studiata nel terzo capitolo, ha la peculiarità di essere divisa in più fasi e modalità, aumentando così la probabilità che si possa ottenere un recupero dell'efficienza. Va tenuto conto che nel corso degli anni le società privatizzate che hanno mostrato i più significativi miglioramenti nelle performance societarie, sono state quelle che operavano ed operano tuttora nel settore finanziario e nei settori protetti, dalla concorrenza esterna, dalla presenza dello stato.

La privatizzazione presentata e studiata nel terzo capitolo ha sicuramente la capacità di contribuire al risanamento delle finanze degli Enti Locali, anche se va tenuto in considerazione il fatto che gli obiettivi principali, degli stessi, sono quelli di risanare le società

partecipate e di alleggerire il peso economico che esse comportano per le casse degli Enti Locali. Si vede come la funzione riequilibrativa sui bilanci degli Enti Locali sarà solo indiretta, tramite la riduzione degli obblighi nei confronti delle partecipate e tramite l'indotto che le stesse porteranno, sotto forma di dividendi, nelle casse degli Enti.

In conclusione si può dire che una privatizzazione, che sia nata secondo criteri giusti e non con il mero intento di fare cassa, che sia stata studiata in ogni particolare, aspetti giuridici, burocratici, nelle modalità e con una costante attenzione alle ripercussioni che, essa, porterebbe sul territorio in cui opera la partecipata, ha la possibilità di ripercuotersi creando sinergie, esternalità per il territorio e un recupero di efficienza organizzativa e finanziaria.

## **Bibliografia**

Barucci E., Pierobon F., Le Privatizzazioni in Italia, Carocci Editore, 2007

Rosen H.S., Gayer T., Scienza delle finanze – Terza edizione, McGraw-Hill, 2010

Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Sandri S., Principi di finanza aziendale – Sesta edizione, McGraw-Hill, 2011

## **Sitografia**

[www.borsaitalina.it](http://www.borsaitalina.it)

[www.comune.rimini.it](http://www.comune.rimini.it)

[www.provincia.rimini.it](http://www.provincia.rimini.it)