



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**Le IPO a scopo di privatizzazione: il caso
Poste Italiane S.p.A.**

Relatore

Prof. Raffaele Oriani

Candidato

Claudio Fiorelli

Matr. 193801

Anno Accademico 2016/2017

Indice

1. Introduzione	3
2. Le Privatizzazioni	4
2.1. Introduzione	4
2.2. Radici storiche e obiettivi delle privatizzazioni	5
2.3. Le diverse modalità di privatizzazione	15
2.4. Le privatizzazioni in Italia	24
2.5. Conclusioni	32
3. Le IPO.....	33
3.1. Introduzione	33
3.2. Requisiti necessari e processo di quotazione.....	34
3.3. Fissazione del prezzo e decisione di quotarsi in borsa.....	45
3.3.1 Il meccanismo di fissazione del prezzo dell'azione	45
3.3.2. Obiettivi, costi e benefici della quotazione	48
3.4. Le IPO come strumento di privatizzazione e il fenomeno dell'underpricing	54
3.5 Conclusioni	61
4. L'IPO di Poste Italiane.....	62
4.1. Introduzione	62
4.2. Storia societaria e attività svolte	63
4.3. Percorso di quotazione.....	73
4.4 La società dopo la quotazione	79
4.5. Conclusioni	87
5. Conclusioni	88
Bibliografia.....	89
Sitografia	94

1. Introduzione

Il presente lavoro intende discutere del fenomeno delle IPO (*initial public offering*), ovvero lo strumento tramite il quale una società può ottenere la diffusione dei titoli tra il pubblico, creando così il flottante necessario per la quotazione in borsa della società stessa, finalizzate alla privatizzazione delle società pubbliche, ovvero le società partecipate dallo Stato che molto spesso, in Italia almeno fino all'inizio degli anni Novanta, operano in un settore sottratto, in tutto o in parte, alla concorrenza. Il lavoro si divide in tre capitoli; i primi due sono dedicati all'esposizione dei due "macro-fenomeni" ai quali si fa riferimento, ossia le privatizzazioni e le IPO, trattati entrambi sia in linea generale, sia facendo specifico riferimento specifico al contesto italiano: per le privatizzazioni infatti si espone prima la teoria generale, poi la storia del processo di privatizzazioni avvenuto in Italia negli anni Novanta; per le IPO allo stesso modo si fa riferimento sia ad alcuni fenomeni generali, come l'*underpricing*, sia al processo che bisogna seguire per quotarsi sul mercato borsistico italiano, prestando attenzione alla normativa vigente. In conclusione del capitolo sulle IPO è presente poi un paragrafo di raccordo tra i due "macro-argomenti", paragrafo che parla delle IPO con finalità di privatizzazione, che sono appunto l'oggetto della trattazione. Il terzo capitolo espone infatti un caso concreto di IPO con finalità di privatizzazione, ossia la quotazione in borsa di Poste Italiane S.p.A., uno degli esempi più recenti e rilevanti di privatizzazione con contestuale quotazione della società avvenuti in Italia; l'ammissione alla quotazione è infatti avvenuta nel 2015 ed è stata l'IPO più rilevante in Europa in quell'anno.

2. Le Privatizzazioni

2.1. Introduzione

Il presente capitolo intende dare un quadro d'insieme del fenomeno delle privatizzazioni, sia da un punto di vista generale e teorico, sia facendo riferimento in particolare al contesto economico italiano. Sono così analizzati i motivi che spingono lo Stato ad intervenire nell'economia e per contro quelli che giustificano un ruolo maggiormente "passivo" dell'autorità pubblica. Si farà inoltre riferimento alle teorie economiche maggiormente diffuse nei diversi periodi storici, evidenziando come abbiano pesantemente influito sulle diverse concezioni di quello che dovrebbe essere il ruolo dello Stato nell'economia. Si arriverà poi ad esporre le motivazioni che hanno portato, un po' in tutta Europa e nel mondo, alle privatizzazioni degli anni Ottanta-Novanta, facendo riferimento specifico, per l'Europa, alla creazione della Cee prima e della Ue poi. La creazione di un mercato unico europeo infatti ha fortemente influito, come si dirà poi, sulla generale liberalizzazione dei mercati; verrà, a tal proposito citata la normativa europea di riferimento. In un momento successivo si analizzeranno invece le diverse modalità attraverso le quali realizzare le operazioni di privatizzazione, concentrandosi sull'offerta pubblica di vendita e sulla vendita diretta, le due maggiormente utilizzate. Si parlerà inoltre dello strumento della *golden share*. Terminata la parte generale ci si concentrerà in particolare sull'Italia, in riferimento alla quale si descriverà il piano di privatizzazioni avviato nel 1992 dall'allora ministro Guido Carli, soltanto dopo aver tracciato un quadro generale del preesistente sistema delle partecipazioni statali.

2.2. Radici storiche e obiettivi delle privatizzazioni

Affinché si possano meglio valutare le ragioni storiche che dagli anni Ottanta in poi hanno portato all'ondata di privatizzazioni in Europa e in Italia, è necessario spingersi più indietro nel tempo, per capire i motivi che spinsero le autorità statali ad un intervento così massiccio nell'economia. Per intervento dello Stato nell'economia si intende in particolare «ogni iniziativa che incida in qualche misura sul comportamento delle unità operanti nel sistema ambientale, onde favorire il raggiungimento di finalità che, in un dato periodo e in virtù di prefissati presupposti politici ed economici sono ritenute prioritarie»¹. Le motivazioni che hanno portato a tali interventi sono riconducibili a due categorie: le motivazioni di ordine sociale, le quali partono dall'obiettivo di eliminare o quanto meno ridurre l'esistenza di alcuni squilibri; le motivazioni di ordine economico, che invece nascono dall'esigenza di regolare situazioni di mercato altrimenti non ricomponibili dall'iniziativa privata. Pur avendo distinto queste due categorie di motivazioni bisogna tuttavia segnalare come molto spesso tali categorie siano strettamente interconnesse tra loro, risultando il più delle volte inscindibili; per dirla con le parole di Pasquale Saraceno: «Si pensi alla scuola e, in generale alla cultura, alla sicurezza sociale, alla tutela dell'ambiente fisico, storico e artistico, ai fenomeni di inquinamento dell'aria e dell'acqua, alle sistemazioni urbanistiche, alla piena occupazione, all'eliminazione dei divari regionali e ad altri campi di intervento nei quali sviluppo economico e spinte sociali concorrono sempre a determinare le modalità dell'azione»². Tra le motivazioni di ordine sociale è possibile citare l'insieme degli interventi normativi in materia di diritto del lavoro, sia dalla parte dei lavoratori che da quella dei datori di lavoro, l'intervento in zone sottosviluppate per favorire la riduzione degli squilibri reddituali tra gli individui residenti in zone diverse del territorio statale, si pensi in particolar modo ai massicci interventi dello Stato nel nostro paese per favorire lo sviluppo del mezzogiorno, in special modo nel secondo dopoguerra con l'istituzione della Cassa del Mezzogiorno. Tra le motivazioni di ordine economico è poi possibile distinguere tre categorie di finalità: un primo ordine di interventi volto a integrare o addirittura a supplire l'iniziativa privata laddove questa si presenti carente o inesistente; un secondo ordine aventi il fine di sostituire l'iniziativa privata nell'ambito della produzione

¹ BARBARA SIBILIO PARRI – Il processo di trasformazione delle imprese pubbliche, 1998, pag. 7

² PASQUALE SARACENO - Il programma quinquennale non è forse uno strumento superato? - in «Mondo Economico», novembre 1969, pag. 21

di determinati beni ritenuti fondamentali per la collettività e che lo Stato può così mettere a disposizione dei cittadini ad un prezzo “politico”, sicuramente inferiore a quello che si sarebbe avuto in caso di libero mercato; un terzo ordine di interventi è invece volto alla correzione dei fallimenti del mercato, ovvero situazioni nelle quali il mercato non svolge in modo “egregio” il proprio lavoro, non conducendo ad una allocazione efficiente delle risorse. Tali situazioni di fallimento del mercato possono essere ricondotte alla presenza di monopoli naturali, ovvero situazioni di mercato nelle quali la soluzione efficiente in termine di costi risiede nell’esistenza di una sola impresa, la così definita “condizione di subadditività dei costi”; alla presenza di beni pubblici, ovvero beni caratterizzati da “non rivalità”, il che vuol dire la possibilità da parte di un soggetto di godere completamente del bene indipendentemente dal consumo da parte di terzi, e da non escludibilità, il che vuol dire l’impossibilità di limitarne il consumo a terzi; alla presenza di esternalità, ovvero «l’insieme degli effetti esterni (detti anche economie o diseconomie esterne) che l’attività di un’unità economica (individuo, impresa, pubblica amministrazione) esercita, al di fuori delle transazioni di mercato, sulla produzione o sul benessere di altre unità»³. Fu proprio la correzione dei fallimenti del mercato la motivazione che spinse maggiormente i governi dell’Europa occidentale a propendere per la soluzione della proprietà statale. Lo stesso non avvenne invece negli Stati Uniti, dove la soluzione preferita fu la regolamentazione del mercato e la concessione a privati per lo sviluppo delle grandi industrie di servizi: poste, ferrovie e più tardi telecomunicazioni⁴. A seguito della grande depressione del 1929, durante la quale sorsero i primi dubbi nei riguardi del sistema capitalistico, le nazionalizzazioni delle industrie furono viste come strumento adatto per sostenere l’occupazione. L’ondata di nazionalizzazioni fu poi pesante nel secondo dopoguerra in Gran Bretagna e Francia, dove, sulla spinta dei locali governi laburisti, fu individuata la proprietà statale come strumento utile per garantire una maggiore equità distributiva; le imprese nazionalizzate tuttavia continuarono ad operare in regime di libero mercato, non perdendo così la loro autonomia. In Francia furono nazionalizzate la Banca di Francia insieme alle quattro maggiori banche di deposito, le assicurazioni, le società del settore minerario e quelle del settore dei trasporti aerei. In Gran Bretagna fu nazionalizzata la Banca d’Inghilterra e, come in Francia, le nazionalizzazioni riguardarono diversi campi, come le

³ Enciclopedia Treccani online

⁴ CARLO SCOGNAMIGLIO PASINI, *Economia Industriale*, 2011, pag. 455

telecomunicazioni, le miniere di carbone, i trasporti, la produzione di gas. Concentrandoci per un attimo sull'Italia, bisogna osservare che, a differenza di altri paesi europei, la statalizzazione dell'economia non derivò dai principi ideologici del socialismo, quanto dalla concreta necessità da parte dello Stato italiano di salvare un sistema bancario vicino al tracollo a seguito della grande crisi del 1929. Ciò portò alla costituzione dell'IRI, istituto per la ricostruzione industriale, attraverso il R.D.L. 23 gennaio 1933 n.5, con il fine di salvare le principali tre banche italiane in crisi (Banca Commerciale Italiana, Banco di Roma, Credito Italiano) e di conseguenza le società delle quali le banche stesse erano principali azionisti; nel 1934 lo Stato italiano si ritrovò così ad essere proprietario di: la quasi totalità dell'industria degli armamenti, i servizi di telecomunicazione di gran parte dell'Italia, una notevole quota delle industrie siderurgica civile, della produzione dell'energia elettrica, della navigazione e dei cantieri navali.

L'intervento dello Stato nell'economia non è stato uniformemente marcato negli ultimi 150-200 anni, vale a dire dalla nascita della moderna società capitalistica, ma è stato ora più forte, ora più debole, a seconda della dottrina economica prevalente. Secondo il liberismo, dottrina economica che prevalse almeno fino alla crisi del 1929, lo Stato dovrebbe avere un ruolo marginale nell'economia, limitandosi a garantire la difesa pubblica, amministrare la giustizia, costruire opere pubbliche e creare un sistema efficiente ed efficace di pubblica istruzione in grado di formare il capitale umano necessario allo sviluppo della nazione. Da ultimo, ma fondamentale per la nostra analisi, lo Stato dovrebbe creare le condizioni più favorevoli per lo sviluppo di mercati concorrenziali e favorire il commercio, senza intervenire attivamente nell'economia. Tale concezione mutò all'indomani della grande depressione del 1929 e degli studi di John Maynard Keynes, il quale nella sua opera principale "*General theory of employment, interest and money*", mise in discussione la naturale tendenza dei mercati concorrenziali alla piena occupazione, rovesciando l'assunto, noto come legge di Say, secondo il quale l'offerta crea sempre la propria domanda. Keynes sostenne infatti, al contrario, che è la domanda a creare l'offerta, e che di conseguenza crisi di sovrapproduzione sono possibili, dal momento che l'offerta venutasi a creare potrebbe non trovare sbocco nel mercato; è lo Stato a questo punto, attraverso la spesa pubblica, a sostenere la domanda e ad aiutare così il mercato a tornare in una situazione di equilibrio. Fu proprio questo lavoro di Keynes, che ne teorizzò formalmente la giustificazione, ad incentivare l'intervento dello Stato nell'economia, e a

dare il via alla nazionalizzazione di molte industrie, messe in grave difficoltà dalla crisi. La teoria keynesiana riscosse un certo successo, e spesso se ne fece anche un ingiustificato abuso, nel momento in cui, appellandosi ad essa, furono giustificati eccessivi deficit di bilancio. La teoria keynesiana infatti, giustifica sì un deficit nel bilancio pubblico, purché però non diventi una condizione strutturale e sia mirato a finanziare non spesa corrente, ma investimenti, i quali vanno ad aumentare il reddito in misura più che proporzionale rispetto all'entità dell'investimento stesso (il cosiddetto moltiplicatore keynesiano). La teoria keynesiana rimase in voga fino agli anni Ottanta; l'economia fu infatti colpita in quegli anni dalla *stagflazione*, ovvero una situazione nella quale coesistettero stagnazione e inflazione, la quale fu causata principalmente dall'aumento del prezzo del petrolio, avvenuto a seguito degli shock petroliferi del 1973 e del 1979, dall'aumento dei salari, sulla spinta dei sindacati dei lavoratori, e dall'aumento della domanda dei beni. Da ultimo la disoccupazione raggiunse livelli simili a quelli dell'immediato dopoguerra. Fu questa una crisi totalmente diversa da quella del 1929: in questo caso infatti non si trattò di una crisi di sovrapproduzione, bensì di una crisi di sottoproduzione, in quanto l'alto costo dei fattori produttivi (su tutti pesò l'aumento del prezzo del petrolio, che si ripercosse anche su molti altri beni), fece sì che molte imprese non trovarono conveniente continuare la produzione e di conseguenza l'offerta non riuscì a soddisfare la domanda di beni, dal canto suo costantemente in aumento, creando così inflazione. I governi, non comprendendo a pieno la situazione completamente nuova venutasi a creare, reagirono in modo totalmente sbagliato, applicando, come nel 1929, le prescrizioni di Keynes e anziché sostenere l'offerta, sostennero la domanda. La situazione invece che migliorare continuò a peggiorare, questo comportò l'abbandono delle idee keynesiane a favore di un ritorno al liberismo. Gli anni Ottanta segnarono il trionfo delle idee cosiddette "neoliberiste", che si concretizzarono negli Stati Uniti con il governo di Ronald Reagan e in Inghilterra con quello di Margaret Thatcher, tanto che si arrivò a parlare di reaganismo (o reaganomics) nel primo caso, di thatcherismo nel secondo caso. La nuova ricetta di politica economica, che prese il nome di supply-side economics, prevedeva un forte sostegno da parte dello Stato sul lato dell'offerta. In concreto, furono previsti forti sgravi fiscali per le imprese e per i soggetti a più alto potenziale di consumo, basandosi sulla convinzione che alte aliquote avrebbero alla lunga depresso consumi ed investimenti arrivando così a diminuire il gettito delle imposte a favore dello Stato. È questa in poche parole l'idea alla base della curva di Laffer, il quale fu consigliere di Reagan per tutta la durata del suo mandato, e che sosteneva che il gettito a

favore dello Stato fosse pari a zero in corrispondenza di aliquota pari allo 0% e al 100%. Di conseguenza esiste un'aliquota ottimale che consente allo Stato di massimizzare le entrate fiscali (*figura 2.1*). L'altro punto focale nella reaganomics fu la deregolamentazione (*deregulation*) dei mercati, che consistette nella generale liberalizzazione dei mercati e nell'abolizione di qualsiasi tipo di regola e norma che ne potesse condizionare il funzionamento, tra cui ad esempio la fissazione di salari minimi o i controlli sulle operazioni finanziarie. Nel mirino del generale processo di liberalizzazione dei mercati di quegli anni caddero poi inevitabilmente anche le imprese pubbliche, delle quali le partecipazioni dello Stato finirono per essere dismesse e vendute ai privati. Un primo ordine di motivazioni che spinse i governi di tutto il mondo a privatizzare le proprie imprese è quindi riconducibile al mutato contesto storico di riferimento e alla riaffermazione delle idee liberiste sul keynesismo e sull'interventismo statale nell'economia. Prima di indagare più a fondo in questo senso, vale la pena di definire meglio cosa si intende per "privatizzazione".

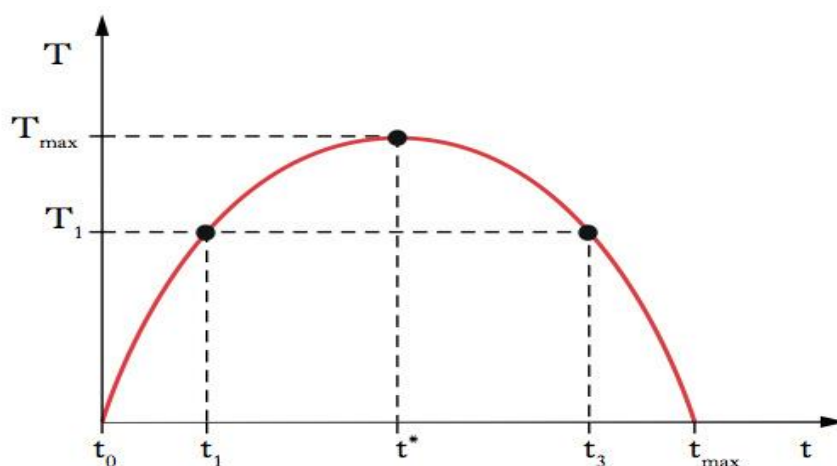


Figura 2.1

Il termine «privatizzazione» ha assunto con il tempo diverse accezioni. Solo per citarne alcune, è stato utilizzato per indicare: «la vendita di imprese pubbliche, la loro trasformazione in società per azioni; la trasformazione di aziende autonome in enti pubblici economici; la soppressione di aziende pubbliche; l'attribuzione dell'attività da queste svolta in concessione o in appalto a società per azioni; la modifica del rapporto di lavoro dei dipendenti pubblici; l'introduzione di maggiore autonomia gestionale per i dirigenti»⁵.

⁵ BARBARA SIBILIO PARRI – Il processo di trasformazione delle imprese pubbliche, 1998, pag. 173

Volendo trovare un minimo comun denominatore a questa moltitudine di accezioni, per poter fornire una definizione più sintetica del termine «privatizzazione», si può dire che questo sta ad indicare, in generale «il trasferimento della proprietà di imprese e di attività dal settore pubblico a quello privato»⁶. È poi possibile individuare diversi tipi di forme che le privatizzazioni hanno assunto: una prima forma, del tutto avulsa dallo svolgimento di un'attività economica da parte dello Stato, che riguarda l'alienazione, da parte dello Stato stesso, di beni come terreni, immobili, fabbricati, che rientrano nel suo patrimonio e che evidentemente non sono più considerati funzionali. Una seconda forma è quella della cosiddetta «privatizzazione formale», ovvero il caso in cui l'ente pubblico muta la propria veste giuridica da pubblica a privata, molto spesso proprio al fine di consentirne la vendita a privati; la privatizzazione formale può avvenire attraverso trasformazione in senso stretto, scorporo, ovvero cambiamento dell'attività, e conferimento, attraverso il quale l'impresa pubblica apporta le proprie attività a una o più società conferitarie. Una terza forma è quella della cosiddetta «privatizzazione funzionale», che avviene qualora lo Stato mantiene la proprietà dell'ente pubblico, ma ne cede la gestione a privati. In questo modo lo Stato garantisce, attraverso la sua proprietà, la permanenza dell'interesse pubblico, creando però le condizioni per uno svolgimento economicamente efficiente dell'attività in questione. La privatizzazione funzionale può avvenire o attraverso concessione, mediante la quale lo Stato stabilisce *ex ante* le condizioni dell'offerta, come il prezzo di vendita dei prodotti, ma anche la quantità da vendere nonché la loro qualità; oppure attraverso appalto, nell'ambito del quale più privati partecipano ad una gara competitiva il cui vincitore riceve i finanziamenti statali per lo svolgimento dell'attività in questione. Il vantaggio della concessione risiede nel fatto che lo Stato possa stabilire i termini della produzione, simulando così una forma di mercato concorrenziale; il vantaggio dell'appalto sta nel fatto che la concorrenza è simulata *ex ante*, nell'ambito della gara competitiva. Quarta e ultima forma di privatizzazione, nonché più forte tra quelle analizzate, è quella di tipo «sostanziale», che si ha ogniqualvolta lo Stato decida di cedere quote proprietarie di un'impresa pubblica a un privato. In questo caso si può distinguere se lo Stato scelga di alienare un pacchetto di azioni minoritario, come nel caso della privatizzazione di Poste Italiane S.p.A., della quale si parlerà diffusamente e nel dettaglio nel capitolo 4, mantenendo così il controllo della società, oppure se lo Stato decida di alienare una quota societaria a privati tale da cambiare

⁶ Vedi nota 5

il soggetto che detiene il controllo della società, in questo caso il soggetto passa da essere pubblico a privato, sia che lo Stato decida di mantenere una quota minoritaria, sia che decida di uscire completamente dalla compagine proprietaria.

Rilevante in tema di privatizzazioni nel continente europeo è stata l'istituzione della Cee (Comunità Economica Europea) nel 1957, divenuta poi nel 1992 Ue (Unione Europea). L'obiettivo primario che spinse la costituzione della Cee fu la creazione di un mercato unico a livello europeo, senza frontiere interne e all'interno del quale fosse quindi garantita la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali (art 26 TFUE). Per garantire la concorrenzialità di tale mercato interno furono poi emanate una serie di norme, attualmente comprese tra gli articoli 101 e 109 del TFUE, che stabilivano (e stabiliscono): il divieto di accordi tra imprese restrittivi della concorrenza (art. 101 TFUE), il divieto di abuso di posizione dominante (art. 102 TFUE), la liberalizzazione dei settori in regime di monopolio (art. 106 TFUE), il divieto degli aiuti di Stato (artt. 107/108 TFUE). Concentrandoci sull'articolo 106, occorre osservare come, nonostante questo fosse già presente nel Tcee (Trattato che istituisce la Comunità economica europea), firmato il 25 marzo 1957 a Roma, rimase a lungo disapplicato, probabilmente a causa della sua complessa struttura e dei termini adoperati, che lo resero di difficile interpretazione e di ancora più difficile applicazione⁷. L'articolo fu poi riscoperto una trentina di anni dopo, divenendo un caposaldo nei processi di liberalizzazione di molti settori dell'economia, in special modo quello delle telecomunicazioni. Il primo comma dell'articolo recita testualmente che: «Gli Stati membri non emanano né mantengono, nei confronti delle imprese pubbliche e delle imprese cui riconoscono diritti speciali o esclusivi, alcuna misura contraria alle norme del presente trattato, specialmente a quelle contemplate dagli articoli 12 e da 101 a 109 inclusi». L'articolo contiene un doppio obbligo rivolto a tutti gli Stati: quello di non emanare né mantenere, nei confronti delle imprese pubbliche, alcuna misura contraria alle norme del trattato. Il primo obbligo è «una sorta di clausola di “stand still”»⁸, che cerca di limitare l'intervento dello Stato nell'economia; il secondo obbligo prescrive invece la rimozione progressiva di ogni limitazione alla concorrenza, anche nei settori nei quali operano imprese pubbliche o titolari di diritti speciali, a meno che non si dimostri che l'applicazione di norme concorrenziali non sia contraria al perseguimento della missione

⁷ANTONIO BARRECA, L'art. 86 del Trattato CE: origini e scopi perseguiti, 2001

⁸ Vedi nota 7

affidata a tali imprese. Il secondo comma recita che «Le imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale o aventi carattere di monopolio fiscale sono sottoposte alle norme del presente trattato, e in particolare alle regole di concorrenza, nei limiti in cui l'applicazione di tali norme non osti all'adempimento, in linea di diritto e di fatto, della specifica missione loro affidata. Lo sviluppo degli scambi non deve essere compromesso in misura contraria agli interessi della Comunità». Questo comma nasce dalla necessità di far sottostare anche le imprese incaricate di gestire servizi di utilità pubblica alle norme del trattato e di evitare quindi un vuoto normativo nei confronti di tali imprese. L'ultimo comma sancisce che «La Commissione vigila sull'applicazione delle disposizioni del presente articolo rivolgendo, ove occorra, agli Stati membri, opportune direttive o decisioni». L'obiettivo fissato dall'art. 106 TFUE è dunque quello della «dissoluzione di tutte quelle forme di asimmetrie istituzionali che soffocano l'emergere di economie di mercato»⁹ e l'istituzione, in ogni settore, anche nelle *public utilities*, di una qualche forma di concorrenza, in grado di garantire l'efficiente allocazione delle risorse, il tutto a prescindere dagli assetti proprietari delle imprese in questione, che possono essere pubbliche o private; ciò che rileva è l'introduzione di forme concorrenziali nel mercato. Per quanto riguarda invece gli aiuti di Stato, occorre rilevare come questi sono vietati a norma degli articoli 107 e 108 del TFUE. La *ratio* di tali disposizioni va ricercata sempre nell'intento di voler garantire il più alto livello di concorrenza possibile all'interno del mercato unico europeo; l'eventualità di un aiuto da parte di uno Stato a un'impresa, tramite la concessione di denaro pubblico, andrebbe a falsare la concorrenza, poiché l'impresa in questione ne trarrebbe un vantaggio indebito. Lo stesso articolo 107 elenca tuttavia alcuni casi nei quali, in deroga alla norma generale, l'aiuto di Stato è consentito. Tra le misure consentite si trovano quelle a favore dello sviluppo economico di regioni svantaggiate, aiuti destinati a ovviare ai danni causati da calamità naturali, aiuti destinati alla realizzazione di progetti di interesse europeo, aiuti destinati alla promozione della cultura e del patrimonio, aiuti a carattere sociali concessi a singoli consumatori.

Nelle due precedenti sezioni sono state analizzate due tra le più importanti motivazioni che hanno portato alle privatizzazioni degli anni Ottanta, ovvero la mutata concezione del ruolo dello Stato nell'economia, mutazione causata anche dalla situazione economica contingente di quel periodo, e, almeno in Europa, la “riscoperta” dell'articolo

⁹ ROBERTO FAZIOLI, *Dalla proprietà alle regole*, 1995, pag.95

106 del TFUE, che ha portato alla liberalizzazione di molti settori dell'economia e conseguentemente all'abbattimento di molti monopoli nazionali. Si tratta ora di approfondire altri motivi che hanno provocato le privatizzazioni e gli obiettivi che volevano essere perseguiti per il loro tramite. Un motivo fondamentale da considerare è quello della mancanza di efficienza produttiva all'interno delle imprese pubbliche, la quale molto spesso ha creato marcati disavanzi di bilancio all'interno delle stesse. Le inefficienze all'interno delle imprese pubbliche possono essere riassunte nella parola "internalità", che indica «gli scostamenti dall'interesse pubblico degli obiettivi che muovono l'azione dei soggetti che operano nelle organizzazioni complesse»¹⁰; tali internalità possono essere giustificate da almeno due cause: l'opportunismo del management all'interno delle imprese pubbliche e l'assegnazione allo stesso di obiettivi spesso complessi, contraddittori e non monitorabili. Tale assegnazione passa attraverso il popolo, al quale appartiene la sovranità, che la esercita eleggendo, attraverso libere elezioni, i suoi rappresentanti, i quali danno fiducia al governo, al quale spetta, in ultima istanza, garantire, tramite il suo operato, il massimo benessere sociale, il quale può passare anche dall'istituzione delle imprese pubbliche e quindi dalla loro gestione. Questo processo evidenzia come il controllo sul management di un'impresa pubblica debba necessariamente passare attraverso l'azione dei rappresentanti politici, i quali sono incaricati di monitorare l'attività delle imprese nazionalizzate. Controlli che sono senz'altro più blandi di quelli che potrebbe effettuare un'azionista di maggioranza di una società privata, interessato in prima persona alla buona riuscita dell'attività societaria (e agli utili che ne derivano). Altro problema in questo senso è l'assenza di stimoli esterni credibili: i settori nei quali operano le imprese pubbliche sono, come già più volte affermato, lontani dall'essere concorrenziali; l'assenza di competizione crea una generale rilassatezza della gestione e l'assenza di impulsi al contenimento dei costi, all'efficienza produttiva in generale e agli investimenti in ricerca e sviluppo. Oltre alla mancanza di efficienza produttiva all'interno delle imprese pubbliche di cui si è parlato, bisogna segnalare anche la mancanza di efficienza allocativa nei settori non concorrenziali. Com'è infatti noto, l'unica forma di mercato in grado di realizzare un'allocazione efficiente delle risorse è quella di concorrenza perfetta, come enunciato dal primo teorema dell'economia del benessere. È bene puntualizzare due aspetti: il primo è che per "efficienza" si intende l'efficienza paretiana, ovvero una situazione di allocazione delle risorse tra più soggetti

¹⁰ ROBERTO FAZIOLI, *Dalla proprietà alle regole*, 1995, pag.64

nella quale non è possibile migliorare la situazione di un soggetto senza peggiorare la situazione di un altro. Il secondo aspetto da puntualizzare è che la concorrenza perfetta è una forma di mercato ideale quanto astratta: le condizioni sulle quali questa si basa (bene prodotto omogeneo, informazione completa e simmetrica, dimensione atomistica delle imprese operanti nel mercato, assenza di barriere all'entrata e all'uscita, imprese *price taker*) sono impossibili da osservare nella realtà. Ciò non toglie la possibilità da parte dei governi di adottare misure tali da rendere i mercati i più concorrenziali possibile, oppure di stabilire un sistema di regolamentazione dei prezzi e della qualità dei beni prodotti il più efficiente ed efficace possibile. In definitiva, uno degli obiettivi delle privatizzazioni deve essere quello di restituire efficienza sia produttiva, all'interno delle imprese, attraverso la trasformazione, preferibilmente sostanziale, da pubblica a privata, sia allocativa, all'interno dei mercati, o attraverso la liberalizzazione del mercato stesso, oppure tramite un'efficiente ed efficace sistema di regolamentazione del monopolio naturale.

Altro obiettivo delle operazioni di privatizzazione, sentito in special modo in Italia, è quello della riduzione del debito pubblico, attraverso gli introiti generati dalla dismissione delle partecipazioni e dalla riduzione delle spese gravanti sul bilancio dello Stato derivate dalla gestione delle imprese pubbliche. A tal fine occorre osservare come molto spesso le privatizzazioni siano un semplice palliativo dei problemi di finanza pubblica di uno Stato. Gli introiti derivanti da una privatizzazione possono infatti tutt'al più concorrere a finanziare parte del deficit corrente di bilancio, ma non fanno parte di quegli elementi che concorrono a determinarlo. I problemi relativi al disavanzo di bilancio vanno quindi ricercati in quelle componenti strutturali che concorrono a formarli, ovvero il totale delle entrate fiscali e tariffarie, e il totale delle spese correnti non per interessi. I proventi derivanti dalla dismissione di partecipazioni costituiscono invece una soluzione di finanziamento del deficit alla quale è possibile ricorrere soltanto in via straordinaria, essendo inoltre molto spesso di entità trascurabile rispetto ai numeri di un bilancio statale. La possibilità di risanare le finanze pubbliche attraverso operazioni di privatizzazione risulta così essere frequentemente molto sopravvalutata rispetto alle sue reali potenzialità, trattandosi di una soluzione di breve periodo e non sostitutiva di misure strutturali di aumento delle entrate o riduzione delle uscite fiscali. Occorre infine osservare come a seguito di un intervento di privatizzazione lo Stato debba costituire un'*authority*, ovvero un organismo amministrativo indipendente preposto a regolamentare e a vigilare sull'effettiva concorrenzialità del

mercato di pubblico interesse che era precedentemente affidato all'impresa pubblica. La costituzione e il mantenimento delle *authorities* comportano dei costi, i quali devono essere volta per volta ben valutati e paragonati con le entrate derivanti dalle dismissioni.

Ultimo obiettivo da considerare è quello del rafforzamento strutturale dei mercati, il quale viene perseguito tramite la quotazione in borsa delle ex imprese pubbliche. Attraverso tali quotazioni viene allargata qualitativamente e quantitativamente l'offerta di titoli, attraendo così nuovi investitori, anche dall'estero, e, inoltre, aumentando la quantità di scambi giornalieri sui mercati, si consegue un miglioramento di efficienza degli stessi. Infine, stimolando anche l'azionariato dei dipendenti della stessa società, è possibile una maggiore diffusione dell'azionariato popolare, il quale si realizza nella costituzione delle *public companies*, le quali, a dispetto del nome, non sono società in mano all'autorità pubblica, ma società il cui capitale è diffuso tra una folta schiera di piccoli azionisti. Tale modello di società è diffuso principalmente nei paesi anglosassoni, in special modo Gran Bretagna e Stati Uniti, e trova invece scarsa diffusione nei paesi dell'Europa occidentale, Italia compresa, dove invece è diffuso il cosiddetto "capitalismo renano", che invece è caratterizzato, all'interno delle società, dalla presenza di un gruppo di controllo.

2.3. Le diverse modalità di privatizzazione

Una volta passati in rassegna gli obiettivi e le motivazioni che possono spingere ad un'operazione di privatizzazione, è necessario spiegare come questa può essere concretamente realizzata. La tecnica principale di dismissione delle partecipazioni pubbliche relative a imprese di grandi dimensioni è l'offerta pubblica di vendita. Per offerta pubblica di vendita (Opv) si intende «lo strumento attraverso il quale una società offre agli investitori la totalità o una parte delle proprie azioni con diritto di voto, con l'intento di allargare o comunque di modificare la propria compagine sociale»¹¹. L'Opv può essere finalizzata alla creazione del flottante necessario per la quotazione della società in un mercato regolamentato, in tal caso si parla di *initial public offering* (Ipo), della quale ci si occuperà nel capitolo 3, oppure può avere come oggetto azioni di società già quotate. Il ricorso allo strumento dell'offerta pubblica di vendita presenta vari lati positivi, tra i quali

¹¹ Definizione tratta dal sito web di Borsa Italiana

la realizzazione di due degli obiettivi più importanti delle privatizzazioni, ovvero l'allargamento della base azionaria dell'impresa e la diffusione dell'azionariato popolare, potendo così permettere la creazione delle *public companies*. In questo modo si permette una partecipazione più diretta dei cittadini alle attività delle imprese operanti in settori che presentano significanti interessi pubblici; essa avviene infatti non più attraverso la rappresentanza politica, ma attraverso la partecipazione al capitale sociale dell'impresa, con conseguente diritto di voto nell'assemblea dei soci sulle questioni più rilevanti, tra cui nomina e revoca degli amministratori. Va detto che un'eccessiva diluizione delle azioni in una folta compagine azionaria può far sorgere rilevanti problemi in tema di asimmetria di obiettivi tra management e proprietari. Il manager infatti potrebbe non condividere l'obiettivo ritenuto primario dagli azionisti, cioè la massimizzazione del valore della società, e mettere in atto comportamenti opportunistici, spesso tesi non alla valorizzazione della società nel lungo periodo, ma alla realizzazione di obiettivi di breve periodo, sfruttando le asimmetrie informative in essere tra il manager stesso e gli azionisti. Tali asimmetrie informative non possono essere eliminate, per questo motivo gli azionisti devono sopportare dei costi di agenzia, ovvero degli oneri che devono sopportare per effettuare un efficace controllo sulla gestione. La diluizione delle azioni in una miriade di proprietari fa sì che tali costi di agenzia siano spropositati rispetto al limitato pacchetto azionario posseduto da ogni azionista, che quindi è disincentivato dall'operare qualsiasi tipo di controllo, lasciando così maggior libertà di agire, seppure anche questa sia limitata da alcuni vincoli, al management. Oltre i problemi intrinseci alle *public companies*, la procedura stessa di offerta pubblica di vendita presenta alcune criticità, legate alla sua complessità e al significativo intervallo temporale che passa tra la decisione di privatizzare e l'effettiva attuazione, nonché all'incertezza su chi avrà il controllo della società una volta collocate le azioni. Inoltre una volta presa la decisione di effettuare l'offerta pubblica, è necessario stabilire e pubblicizzare: la quantità di azioni da collocare, ovvero il lotto di azioni che si intende far passare dallo Stato ai privati; il prezzo di collocamento; il limite massimo di azioni acquistabili da ciascun individuo; soggetti preposti al collocamento; eventuali incentivi per specifiche categorie di risparmiatori. Per quanto riguarda il prezzo di collocamento, questo dovrebbe tener conto di diversi interessi in gioco: non deve essere troppo basso per evitare che l'operazione sembri una svendita e limitando anche gli introiti per lo Stato, non deve essere troppo alto per non rischiare l'insuccesso dell'operazione e per non lasciare fuori i piccoli investitori, tradizionalmente i più titubanti e i meno informati,

per i quali è necessario fornire un incentivo all'acquisto tramite un probabile capital gain. La fissazione del prezzo di collocamento avviene tradizionalmente attraverso due metodi: il primo prevede la determinazione di un prezzo fisso da parte del sindacato di collocamento al quale spetta l'onere di vendere le azioni; tale metodo è spesso impiegato proprio nel caso in cui le azioni debbano essere vendute ai piccoli risparmiatori, ovvero nel caso in cui l'offerta di vendita persegua finalità redistributive. Il secondo metodo è invece usato per collocare i titoli presso gli investitori istituzionali e prevede che i collocatori raccolgano dai richiedenti le offerte contenenti la quantità di azioni che questi vogliono acquistare e il relativo prezzo; una volta raccolte tutte richieste, i collocatori fissano il prezzo in corrispondenza del quale la domanda eguaglia l'offerta, il cosiddetto *striking price* e collocano le azioni presso gli investitori che hanno formulato un prezzo pari o superiore allo *striking price*. Tale metodo, detto di *tender offer* consente di simulare meglio le condizioni di una contrattazione di mercato, riuscendo ad essere più oggettivo rispetto al primo; tuttavia, richiede una maggiore informazione da parte dei richiedenti delle azioni, il che lo rende particolarmente adatto per le offerte rivolte ad investitori istituzionali, mentre è sostanzialmente inattuabile per le offerte rivolte al pubblico dei risparmiatori. È altresì possibile ricorrere ad un metodo misto, così come avvenne per la privatizzazione della British Airport Authority¹² nel 1986, nell'ambito della quale per il 75% delle azioni da collocare (che ammontavano in totale a 500 milioni), si ricorse al prezzo fisso, mentre per il restante 25% si ricorse al *tender offer*. Strettamente correlato al problema della definizione del prezzo di collocamento, è quello della definizione della quantità di azioni da collocare sul mercato; in tal caso, è necessario stimare approfonditamente la curva di domanda potenziale di mercato per la tipologia di azione considerata e scegliere una quantità di azioni da collocare che, anche considerato il prezzo di collocamento, non vada oltre l'effettiva capacità di assorbimento del mercato stesso, il che potrebbe provocare un effetto indesiderato sul corso del prezzo post-collocamento. Altra variabile da considerare, questa volta di natura strategica, è la definizione della quota azionaria che lo Stato intende dismettere, ovvero stabilire se esso vuole mantenere il controllo della società, oppure mantenerne soltanto una quota minoritaria, oppure ancora se vuole dismettere l'intera partecipazione.

¹² ROBERTO FAZIOLI, Dalla proprietà alle regole, 1995, pag. 123

Come già detto in precedenza, uno degli obiettivi principali dell'offerta pubblica di vendita è quello di diffondere l'azionariato popolare e di trasformare le ex-imprese pubbliche in *public companies*; completamente diversa è l'accezione del termine "pubblico" nei due casi: nel primo caso indica la proprietà dello Stato, nel secondo l'azionariato diffuso tra il pubblico dei piccoli risparmiatori. Lo strumento più forte per realizzare l'obiettivo della massima diffusione possibile tra il pubblico è l'Opv a prezzo fisso con *underpricing*; l'Opv a prezzo fisso, come già ricordato in precedenza, è particolarmente adatta nel caso in cui le azioni debbano essere collocate presso investitori non istituzionali ed essenzialmente disinformati sulle caratteristiche dello strumento finanziario. L'*underpricing* invece è il differenziale (negativo) tra il prezzo di collocamento dei titoli azionari ed il prezzo registrato sui mercati finanziari nel periodo successivo all'offerta stessa, al netto della variazione dell'indice generale di borsa¹³, e rappresenta essenzialmente uno sconto sul prezzo per favorire proprio l'acquisto dei titoli da parte dei meno informati (i piccoli risparmiatori), allettati dalla possibilità di rivendere i titoli successivamente e di ottenere un profitto. Tale prospettiva può però risultare problematica, dal momento che tutti i risparmiatori potrebbero sottoscrivere i titoli ad un prezzo particolarmente vantaggioso e rivenderli immediatamente dopo, aprendo così la strada ad una concentrazione delle azioni nelle mani di pochi soggetti, il che vanificherebbe le intenzioni iniziali di diffusione delle azioni. Per contrastare questo fenomeno, alla Opv con *underpricing* sono spesso associati altri tipi di incentivi volti a favorire e premiare la stabilità delle sottoscrizioni, come ad esempio la *bonus share*, che è la «clausola che in seguito ad un'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione prevede l'allocazione a titolo gratuito ai sottoscrittori iniziali di un certo quantitativo di azioni in caso di possesso azionario ininterrotto per un determinato arco temporale»¹⁴. Un altro esempio di questi incentivi sono i *bill vouchers*, che sono dei buoni sconto sui servizi erogati dalla società stessa diretti ai possessori delle azioni e che vengono concessi al momento dell'acquisto dei titoli della società. Sempre per favorire la massima diffusione delle azioni tra gli investitori *retail*, paesi come Francia e Gran Bretagna hanno posto dei limiti sulla quota azionaria detenibile da ciascun azionista. Nello specifico in Francia fu stabilito con la Legge n. 86-912 del 6 agosto 1986, una delle leggi cardine che disciplinò le privatizzazioni in Francia,

¹³ ROBERTO FAZIOLI, *Dalla proprietà alle regole*, 1995, pag.124

¹⁴ Borsa Italiana.it

il limite del 5% della quota di capitale detenibile da ciascun ente o persona, il limite del 20% alla quota cedibile a enti o persone stranieri¹⁵. La Gran Bretagna, a differenza della Francia, non si è affidata ad un provvedimento normativo specifico, ma ha preferito stabilire i vari limiti volta per volta, a seconda dei casi. Anche altre nazioni hanno stabilito limiti nella concentrazione delle azioni: il Canada al 5%, il Cile al 23%, la Jamaica al 7,5%, la Malaysia al 10%¹⁶. Sempre nel senso di una maggiore diffusione delle azioni va la cosiddetta “privatizzazione endogena”, la quale consiste nell’apertura di canali privilegiati di acquisto delle azioni da parte dei manager e dei dipendenti dell’impresa nella quale sono impiegati. In tal modo si verrebbero ad eliminare quelle cause di inefficienza insite nelle organizzazioni e dovute all’esistenza di obiettivi non coincidenti tra i soggetti gerarchicamente diversi. Infatti nel caso in cui il manager diventi possessore di una quota azionaria all’interno dell’impresa che conduce, sarà maggiormente incentivato a perseguire obiettivi di più lungo termine per vedere la sua partecipazione aumentare di valore. Particolarmente interessanti nell’ambito della promozione dell’azionariato dei dipendenti sono gli Esop (employee ownership stock plan). Gli Esop sono dei programmi che prevedono l’attribuzione di una certa quantità di azioni ai dipendenti di una società a integrazione o in sostituzione di alcune forme di contributi previdenziali¹⁷. La società deve innanzitutto costituire un trust e incaricare un trustee, di solito una personalità indipendente dalla società, responsabile della gestione delle azioni dell’Esop; a questo punto, al fine di acquistare le azioni dalla società, l’Esop può in alternativa indebitarsi presso un ente finanziatore esterno (in questo caso la società avallerà il prestito), oppure sarà la stessa società ad accendere il prestito e a girargli i fondi; infine l’Esop acquista le azioni (di solito ordinarie) dalla società. Il prestito è ripagato gradualmente tramite i contributi erogati dalla società all’Esop e attraverso i dividendi pagati sulle azioni detenute dallo stesso; è importante segnalare come sia gli interessi passivi sul prestito sia i dividendi pagati all’Esop siano integralmente deducibili fiscalmente: l’esistenza di benefici fiscali rappresenta uno dei maggiori motivi di appetibilità di questi programmi. Le azioni detenute dal trustee sono infine gradualmente distribuite ai dipendenti, i quali, attraverso la partecipazione alla proprietà, possono sentirsi maggiormente motivati nella loro attività lavorativa. L’utilizzo di tale strumento è stato finora limitato agli Stati Uniti, tuttavia potrebbe essere uno

¹⁵ TULLIO FENUCCI, I poteri speciali dopo la privatizzazione delle imprese statali: una storia infinita

¹⁶ ROBERTO FAZIOLI, Dalla proprietà alle regole, 1995, pag.144

¹⁷ PAOLO VANTELLINI, Le operazioni di privatizzazione, 1992, pag.143

strumento applicabile alle privatizzazioni, specie se si pensa che spesso queste hanno previsto tranche di azioni a favore dei dipendenti. I vari passaggi del programma di Esop sono riassunti nell'immagine sottostante (figura 2.2).

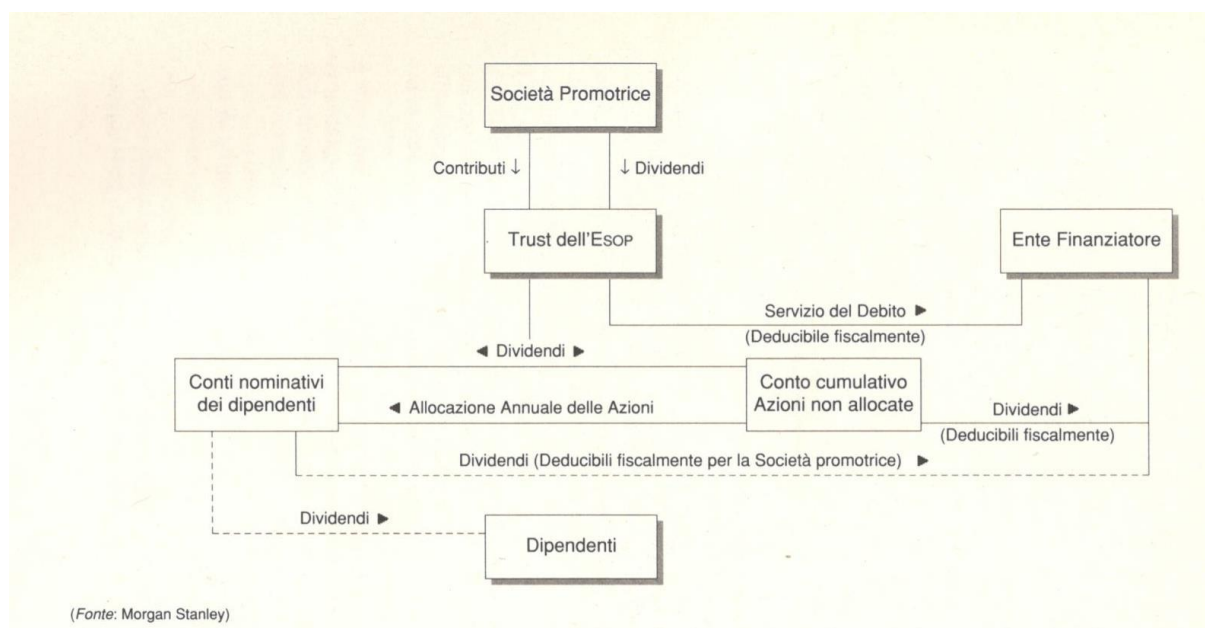


Figura 2.2¹⁸

Esistono casi in cui il ricorso all'offerta pubblica di vendita può presentare alcune criticità: si è già parlato infatti di come sia doveroso valutare volta per volta se il mercato nel quale si vanno a collocare le azioni sia abbastanza capiente e capace di ricevere un'offerta massiccia di titoli. Qualora infatti ci si accorga che questo non lo sia, sarebbe preferibile ricorrere ad altre soluzioni; una di queste è la cosiddetta privatizzazione incrementale. Essa può consistere nel collocamento sul mercato di *tranches* successive di azioni, anziché in un'unica soluzione come accade per le Opv, oppure può essere realizzata ricorrendo a strumenti che differiscono la dismissione come le obbligazioni convertibili e le obbligazioni con warrant. Le prime danno la possibilità all'investitore di vedersi rimborsare a scadenza il loro valore nominale o alternativamente di essere convertite in azioni (in questo caso della stessa società pubblica) secondo un predefinito rapporto di conversione; le seconde invece sono delle comuni obbligazioni che però incorporano un diritto, il warrant, che dà il diritto

¹⁸ PAOLO VANTELLINI, Le operazioni di privatizzazione, 1992, pag.144

al possessore di sottoscrivere un determinato numero di azioni ad un determinato prezzo e che può anche essere staccato e venduto separatamente dall'obbligazione. L'utilizzo di strumenti convertibili risulta appropriato nel caso di cessioni gradualistiche di quote azionarie di minoranza, mentre è economicamente insoddisfacente nel caso di cessioni di quote di maggioranza, non consentendo di monetizzare il premio di maggioranza e quindi di massimizzare i proventi della cessione. Un altro vantaggio in generale delle privatizzazioni incrementali è quello di ridurre l'impatto sull'opinione pubblica e di consentire allo Stato, almeno inizialmente, di rimanere proprietario dell'impresa non perdendo così il controllo o l'influenza su settori strategici dell'economia.

Gli strumenti di privatizzazione finora analizzati prevedevano il "passaggio" dal mercato, sia che si tratti del collocamento di azioni, sia che si tratti del collocamento di titoli obbligazionari successivamente convertibili in azioni. Tale "passaggio" tuttavia non è obbligato, è infatti possibile che lo Stato venga in contatto direttamente con i possibili acquirenti: è il caso della vendita diretta. Questa può svolgersi o attraverso una contrattazione bilaterale tra lo Stato e il potenziale acquirente, il quale era stato opportunamente individuato, al termine della quale si giunge alla stipula del contratto, oppure attraverso una gara d'appalto alla quale partecipano i potenziali acquirenti e al termine della quale la società viene ceduta al miglior offerente. L'impresa inoltre può essere ceduta ad un'altra società, si parla in questo caso di *private sale*, o ad un gruppo di investitori istituzionali; si parla in quest'altro caso di *private placing*. La vendita diretta può rivelarsi opportuna per varie ragioni: può consentire una rapida ristrutturazione dell'impresa, consentendo allo Stato di imporre agli acquirenti vincoli che vadano a tutelare i livelli occupazionali, a stabilire gli investimenti necessari e a risanare eventuali situazioni di crisi; è altresì opportuna qualora si vogliano raggiungere specifici obiettivi di politica industriale o nel caso in cui lo Stato voglia scegliere nel modo migliore i soggetti ai quali affidare l'impresa da privatizzare, oppure ancora se si è in presenza di mercati dei capitali poco sviluppati. La vendita diretta è uno strumento sicuramente di più semplice attuazione rispetto all'offerta pubblica di vendita, che invece presenta una procedura decisamente più articolata, tuttavia presenta anch'essa dei lati negativi, soprattutto in termini di trasparenza. Infatti la definizione di un prezzo di vendita, specie se riguarda imprese non quotate su mercati regolamentati, e quindi di difficile valutazione, può dare adito ad accuse di favorire l'uno o l'altro gruppo di acquirenti. In generale mettere in atto una vendita diretta

completamente trasparente è impossibile per il gran numero di variabili contrattuali in essere (vincoli, doveri, concessioni di abbuoni e dilazioni). Anche per questo motivo la delibera Cipe del 30/12/1993 ne stabilì l'opportunità e la legittimità «*solamente dove ricorrano interessi pubblici di particolare rilevanza (...)*»¹⁹. Un altro aspetto negativo risiede nel fatto che la vendita diretta non consente quel rafforzamento del mercato finanziario che invece avviene con le Opv, dal momento che il passaggio di proprietà avviene al di fuori di esso.

Le operazioni di privatizzazione vengono condotte con le modalità di cui si è parlato in precedenza, le quali, come diffusamente si è detto, si attagliano in misura diversa alla molteplicità degli obiettivi che si vogliono perseguire. Uno strumento ulteriore al quale i governi possono ricorrere nel caso in cui vogliano conservare determinati diritti nella gestione della società anche una volta alienata la quota di maggioranza, è la *golden share*. Essa è «un titolo azionario al quale sono collegati diritti di voto e/o di veto speciali rispetto alle altre azioni della società emittente»²⁰. Essa generalmente può consistere in un diritto di voto maggioritario su determinate questioni aziendali, nel diritto da parte del governo di scegliere uno o più amministratori o in limitazioni all'acquisto della società nei confronti di uno o più investitori. In generale la *golden share* è stata utilizzata qualora lo Stato volesse garantirsi dei poteri in capo all'ex-impresa pubblica anche dopo la privatizzazione, quando cioè generalmente la quota azionaria di maggioranza è stata alienata. Nello specifico si è ricorso ad essa nei casi in cui l'ex-impresa pubblica operi in settori particolarmente delicati, come quello delle armi per la difesa pubblica, dei trasporti o dei pubblici servizi, e questo per garantire appunto un minimo di controllo pubblico anche dopo la privatizzazione, impedendo anche scalate ostili in settori tanto importanti per il bene comune. Problematico è il rapporto tra la *golden share* e la disciplina comunitaria, in particolare con il principio della libera circolazione dei capitali. In Italia infatti, il campo di applicazione di tale strumento fu dato dall'articolo 2 del d.l. 332 del 31 maggio 1994; in esso fu innanzitutto previsto il dovere da parte del ministero dell'economia e finanze, d'intesa con il ministero delle attività produttive e con i ministri competenti per settore, di inserire negli statuti delle società operanti nei settori della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, prima che lo Stato perda il controllo di tali società,

¹⁹ ROBERTO FAZIOLI, *Dalla proprietà alle regole*, 1995, pag.124

²⁰ PAOLO VANTELLINI, *Le operazioni di privatizzazione*, 1992, pag.127

alcune clausole limitanti. Va rilevato in questo senso come nell'ordinamento italiano sia improprio parlare di *golden share*, in quanto il dettato del legislatore non prevede azioni dotate di particolari poteri, ma appunto delle apposite clausole da inserire nello statuto societario con approvazione dell'assemblea straordinaria. Tali clausole possono riguardare uno o più dei seguenti poteri "speciali": «opposizione all'assunzione, da parte dei soggetti nei confronti dei quali opera il limite al possesso azionario di cui all'articolo 3²¹, di partecipazioni rilevanti, per tali intendendosi quelle che rappresentano almeno la ventesima parte del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nelle assemblee ordinarie o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'economia e delle finanze con proprio decreto; opposizione alla conclusione di patti o accordi di cui all'articolo 122 del TUF nel caso in cui vi sia rappresentata almeno la ventesima parte del capitale sociale costituito da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze con proprio decreto; veto, debitamente motivato in relazione al concreto pregiudizio arrecato agli interessi vitali dello Stato, all'adozione delle delibere di scioglimento della società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri di cui al presente articolo; nomina di un amministratore senza diritto di voto». L'art. 1 del D.P.C.M. del 10 giugno 2004 stabilì poi i casi in cui tali poteri speciali potessero essere esercitati, e cioè nei casi in cui ricorrano dei gravi pericoli per l'interesse pubblico. La Commissione Europea prima e la Corte di Giustizia Europea poi si mostrarono molto critiche verso tali previsione normative: la Corte di Giustizia Europea, infatti, con la sentenza del 26 marzo 2009, ha giudicato incompatibili con la normativa comunitaria i poteri speciali detenuti dallo Stato italiano in Telecom Italia, Eni, Enel e Finmeccanica, i quali furono ritenuti «eccessivi», e ha ritenuto «vaghi e di portata indeterminata» i criteri per l'esercizio di tali poteri stabiliti nel D.P.C.M. del 10 giugno 2004, non permettendo agli investitori di conoscere preventivamente le situazioni in cui vengono utilizzati. Adeguandosi alla sentenza della corte il legislatore ha previsto nel d.l. 21 del 15 marzo 2012 le situazioni nelle quali tali poteri possono essere esercitati, ovvero qualora si verificano: una carenza di approvvigionamento, anche minimo, di prodotti petroliferi ed energetici; il pericolo di erogazione di servizi pubblici alla collettività; il pericolo per la sicurezza degli

²¹ Si tratta dei soggetti facenti parte del nucleo familiare del socio

impianti e della rete dei servizi pubblici essenziali; gravi pericoli per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica; emergenze sanitarie.

2.4. Le privatizzazioni in Italia

Nei due paragrafi precedenti si è parlato delle motivazioni che hanno spinto le privatizzazioni a partire dagli anni Ottanta e delle modalità con cui queste sono state realizzate, senza far riferimento ad un contesto economico in particolare. In quest'ultimo capitolo si farà invece riferimento specifico al contesto storico ed economico italiano, per comprendere perché lo Stato italiano sia venuto a detenere nel corso degli anni partecipazioni rilevanti in un gran numero di società dei più disparati settori economici e i motivi che costrinsero, nel 1992, l'allora ministro del tesoro Guido Carli ad avviare un'importante piano di privatizzazioni, il quale prosegue anche nei nostri giorni.

Per rispondere alla prima delle due domande bisogna partire dall'analisi del contesto storico e sociale di riferimento: il motivo di una così ampia partecipazione statale nel capitale delle società italiane va infatti ricercata indietro nel tempo, almeno a partire dagli anni Novanta dell'Ottocento, quando cioè ebbe avvio il processo di industrializzazione in Italia (la cosiddetta Rivoluzione Industriale italiana). Tale processo vide la partecipazione attiva delle principali banche italiane dell'epoca, quali la Banca Commerciale Italiana, il Banco di Roma e il Credito Italiano, le quali assunsero la forma di banca mista o universale, modello che si diffuse negli ultimi anni del XIX secolo nei paesi europei di tarda industrializzazione come l'Italia e la Germania, e che era basato sulla raccolta del risparmio, principalmente sotto forma di depositi, il quale veniva poi reinvestito attraverso apporti di capitale di debito, sotto forma di prestiti a medio-lungo termine, o attraverso apporti di capitale di rischio nelle imprese industriali nascenti in Italia. Lo schema della banca mista fu fondamentale per l'industrializzazione italiana, sopperendo alla mancanza generalizzata di capitale di rischio in Italia, dovuta anche all'antica diffidenza insita nel carattere degli italiani per gli investimenti rischiosi²², e garantendo ingenti finanziamenti che favorirono il processo di accumulazione delle imprese italiane nei primi anni del XX secolo. Il punto debole di tale tipo di banca risiedeva nello stretto legame tra settore bancario e settore

²² CARLO SCOGNAMIGLIO PASINI, *Economia Industriale*, 2011, pag. 458

industriale, con la conseguenza che, nel caso in cui si verificasse una crisi in uno dei due settori, questa sarebbe stata trasmessa immediatamente anche all'altro. Negli anni Trenta le principali banche miste italiane si trovavano così a detenere importanti quote di partecipazione nelle più disparate imprese italiane; quando nel 1933, lo Stato italiano dovette intervenire per salvare tali banche, in difficoltà a seguito della crisi del '29, si ritrovò a detenere partecipazioni azionarie in molte aziende industriali. Al fine di gestire tali partecipazioni, venne creato nel 1933 l'IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale), il quale doveva avere, almeno inizialmente, carattere transitorio, con la speranza che i privati potessero, anche in un periodo non brevissimo, rientrare in possesso delle quote azionarie e dei crediti smobilizzati dalle banche. Tale prospettiva risultò tuttavia immediatamente irrealistica e così l'IRI, tramite il R.D.L 24 giugno 1937 n. 905, diventò un ente permanente, il cui oggetto sociale risiedeva nella gestione delle partecipazioni statali, anche non derivanti da salvataggi bancari, pur non escludendosi la possibilità di smobilizzi delle suddette partecipazioni. Essendo poi l'IRI detentore di partecipazioni in settori tra loro molto disomogenei, furono create al loro interno diverse società finanziarie con il fine di gestire, ciascuna nel proprio settore specifico, tali partecipazioni. Nacquero così nel 1934 la STET, per il settore delle telecomunicazioni; nel 1936 la Finmare, per il settore dei servizi marittimi; nel 1937 la Finsider, per il settore siderurgico; nel 1948 Finmeccanica, per il settore meccanico; nel 1952 la Finelettrica, per il settore dell'energia elettrica; nel 1959 la Fincantieri, per il settore della cantieristica navale. Nel dopoguerra fu deciso il mantenimento dell'IRI, risultando ancora una volta difficile il collocamento presso privati delle partecipazioni da esso detenute, e aggiungendo il fatto che le imprese necessitavano di investimenti molto importanti per riparare i danni derivati dalla Seconda Guerra Mondiale. Con il d.l. 12 febbraio 1948 n. 51 fu così promulgato il nuovo statuto dell'IRI, attraverso il quale lo Stato confermò la volontà di partecipare all'attività economica. L'IRI si ritrovò quindi a giocare un ruolo da protagonista nel boom economico degli anni Sessanta, tanto che fu coniato il termine "formula IRI" per indicare il positivo intervento dello Stato nell'economia.

Un secondo ente di gestione, l'ENI (Ente Nazionale Idrocarburi) venne creato nel 1953; ad esso vennero trasferiti il patrimonio dell'Ente Nazionale Metano e le partecipazioni statali nell'Agip (Azienda Generale Italiana Petroli), nell'Anic (Azienda Nazionale Idrogenazione Combustibili) e nella Snam (Società Nazionale Metanodotti). Il

compito designato dell'ENI fu quello «di operare nel campo degli idrocarburi e dei vapori naturali, curandone la ricerca, la coltivazione e il trasporto, nonché svolgendo, sempre per quei prodotti, attività di lavorazione, trasformazione, utilizzazione e commercializzazione»²³. Lo Stato riconobbe all'ENI un'ampia autonomia per raggiungere i suoi scopi, la quale risiedeva sia nella possibilità di servirsi di società controllate e collegate, anche create *ad hoc*, sia nella possibilità di procedere alla riorganizzazione per rami omogenei di questo, fino alla possibilità di alienare partecipazioni di controllo senza l'autorizzazione dello Stato stesso. All'ENI era inoltre concessa la possibilità di espandere la sua attività in settori di rilievo e coordinabili con quello originario. Un terzo ente di gestione, l'EFIM (Ente partecipazioni e Finanziamento Industrie Meccaniche), fu poi istituito nel 1962; ad esso furono trasferite le partecipazioni statali in imprese meccaniche, allora detenute dal FIM (Fondo Finanziamento Industria Meccanica); l'EFIM tuttavia passò in poco tempo dal gestire partecipazioni esclusivamente in imprese meccaniche, a diventare un ente polisettoriale, sulla scia dell'IRI, tanto da mutare nome nel 1969 in Ente partecipazioni e Finanziamento Imprese Manifatturiere. Così come per l'IRI inoltre, anche all'interno dell'EFIM furono create società finanziarie caposettore per gestire partecipazioni in imprese dello settore: nacquero così la Finanziaria Ernesto Breda, peraltro l'unica società del gruppo ad essere quotata in borsa, che aveva il compito di gestire le partecipazioni in imprese del settore della difesa e della lavorazione dei metalli; la MCS, nel 1964, divenuta poi Alumix nel 1988, che gestiva le partecipazioni nel settore dell'alluminio; l'Aviofer, nel 1969, istituita per gestire le partecipazioni nei settori dell'aeronautica, dell'elicotteristica e del ferroviario; per ultima fu istituita la Sopal, nel 1971, dismessa poi nel 1985, per le partecipazioni nel settore alimentare. La caratteristica per cui è sempre stato tristemente noto l'EFIM fu la sua sempre precaria situazione economico-finanziaria, caratterizzata da un altissimo indebitamento. Fu questo il principale motivo per il quale nel 1992 si decise per la sua messa in liquidazione.

Per evidenziare l'importanza riconosciuta dallo Stato a questo tipo di intervento nell'economia, e con il fine di concentrare i poteri e le attribuzioni spettanti ad altri ministeri, di cui principalmente il Ministero delle Finanze, il legislatore istituì con la legge 22 dicembre 1956 n. 1589 il Ministero delle Partecipazioni Statali, che aveva il compito di gestire gli interessi dello Stato in questo specifico settore, divenuto oramai di rilevante

²³ BARBARA SIBILIO PARRI – Il processo di trasformazione delle imprese pubbliche, 1998, pag. 80

importanza. Furono ad esso devoluti compiti riguardanti l'IRI e l'ENI fino ad allora spettanti ad altri organi dello Stato come il Consiglio dei Ministri o il Presidente del Consiglio. In aggiunta ai tre principali enti di gestione delle partecipazioni esistenti in Italia bisogna segnalarne alcuni altri minori come l'EAGAT (Ente Autonomo di Gestione per le Aziende Termali), nel settore termale, l'EAGC (Ente Autonomo di Gestione per il Cinema), nel settore cinematografico, e l'EGAM (Ente Autonomo di Gestione per le Aziende Minerarie, nel settore minerario.

Passando invece al secondo tema fondamentale del presente paragrafo, cioè al piano di dismissione delle partecipazioni pubbliche detenute dagli enti sopracitati, con conseguente estinzione degli stessi, avviato nel 1992 dal ministro del Tesoro Guido Carli, partiamo proprio da un'intervista, a firma di Eugenio Scalfari, all'allora ministro, pubblicata sul quotidiano "Repubblica" l'otto ottobre 1989. In essa emerge tutta la preoccupazione di Carli sull'andamento della finanza pubblica italiana, affetta da un continuo aumento del rapporto debito/PIL, arrivato nel 1989 al 97,2%, e destinato a sfondare la quota del 100% nei successivi anni. È proprio in quegli anni che comincia a palesarsi la possibilità di vendere parte del patrimonio dello Stato, imprese pubbliche comprese, per ottenere un miglioramento della situazione debitoria. Carli stima in 20-30 mila miliardi di lire gli introiti ottenibili dalla vendita, entro due o tre anni, di parte del patrimonio immobiliare statale, di valore complessivo stimato in 175 mila miliardi di lire, ben consapevole, tuttavia, che trattasi di strumenti aggiuntivi e straordinari, che possono soltanto alleviare il problema del debito italiano, che deve essere ad ogni modo affrontato tramite riforme della spesa pubblica più strutturali. Aldilà del patrimonio immobiliare, Carli individua tuttavia il "nocciolo del problema" "nella mobilitazione del risparmio attraverso collocamenti di azioni rappresentative di aziende pubbliche"²⁴. La ragione di un risanamento dei conti pubblici fu sicuramente molto presente nelle intenzioni di Carli, tuttavia, come egli stesso rivelò non fu la principale; la motivazione principale della riforma fu bensì quella di far uscire lo Stato da una presenza diretta nell'economia, «riconsegnando al mercato attività che al mercato sono congegnali». La riforma fu dunque, usando la definizione data dallo stesso ministro, «una riforma finanziaria e strutturale allo stesso tempo», capace di cogliere contemporaneamente due obiettivi fondamentali, quello di risanare le dissestate casse

²⁴ EUGENIO SCALFARI, "Rischiamo lo sfascio, ora invertiamo rotta" "Restituiamo al mercato gli enti pubblici", Repubblica, 8/10/1989

pubbliche e quello di liberalizzare i mercati, anche e soprattutto in vista della ratifica del trattato di Maastricht, il quale, tra gli altri requisiti necessari per l'entrata nella moneta unica, stabilirà come tetto massimo del rapporto debito/PIL il 60% (tetto massimo dal quale l'Italia sarà tuttavia esentata).

Un piano più analitico della riforma fu stilato da una commissione appositamente istituita nel marzo del 1990 da Guido Carli e presieduta da Carlo Scognamiglio, la quale ebbe il compito di stilare un progetto del piano di privatizzazioni, contenuto nel lavoro finale che derivò dall'attività della commissione, ovvero il «Rapporto Scognamiglio». Il rapporto prevedeva innanzitutto la trasformazione in Società per Azioni delle imprese pubbliche che presentavano già caratteristiche adatte per il collocamento di azioni presso il pubblico. In una seconda fase si sarebbe invece passati allo smembramento dell'IRI, il quale fu prima trasformato in Società per Azioni, e poi fu smembrato nelle varie società capogruppo settoriali, le quali furono vendute separatamente. Dell'EFIM si decise invece la sorte della liquidazione coatta amministrativa, per via delle disastrose situazioni economico-finanziarie in cui versava. Il rapporto individuava anche gli obiettivi che il piano di privatizzazione avrebbe dovuto perseguire; due di questi sono già stati individuati nel risanamento delle finanze pubbliche tramite i proventi derivanti dalla dismissione delle partecipazioni e nell'introduzione di maggiore concorrenza nel mercato. Gli altri obiettivi individuati furono l'allargamento del mercato azionario, il favoreggiamento dell'afflusso di capitali dall'estero, l'eliminazione dell'influenza dei partiti politici sulla gestione delle imprese, la creazione del consenso politico necessario per affrontare i compiti più difficili da realizzare, cioè le privatizzazioni delle Poste e delle Ferrovie²⁵.

Il primo passo concreto sul piano delle privatizzazioni fu realizzato tramite la legge 218/1990, meglio conosciuta come legge Amato. La legge realizzò l'obiettivo della privatizzazione (in questo primo momento fu una privatizzazione formale) del settore bancario, allora fortemente in mano allo Stato, il quale possedeva tramite l'IRI tre banche di interesse nazionale, cioè il Banco di Roma, il Credito Italiano e la Banca Commerciale Italiana, nonché altre banche pubbliche come il Monte dei Paschi di Siena, il Banco di Napoli, il Banco di Sardegna, Banca Nazionale del Lavoro e altre. Il provvedimento legislativo prevedeva la trasformazione di tali banche in S.p.A., da realizzarsi tramite il

²⁵ CARLO SCOGNAMIGLIO PASINI, *Economia Industriale*, 2011, pag.461

conferimento dell'azienda bancaria ad una società (che diventerà la banca vera e propria) appositamente creata. Il passo successivo fu compiuto tramite la legge 359/1992, che trasformò IRI, ENEL, ENI, INA in Società per Azioni, attribuendone la totalità delle azioni al Ministero del Tesoro; la legge realizzò in poche parole la privatizzazione formale degli enti, da enti pubblici a società private assoggettate al codice civile. Nel frattempo, il 24 aprile 1992, Andreotti si era dimesso, mettendo fine al suo governo; al Ministero del Tesoro si era insediato, al posto di Guido Carli, Piero Barucci, sotto il governo di Giuliano Amato, governo che fece delle privatizzazioni uno dei punti centrali del suo programma²⁶. Fu proprio il neo ministro a presentare il Libro verde sulle partecipazioni statali, nel quale erano compendiate gli obiettivi da realizzare tramite le privatizzazioni, ricalcando quelli stilati due anni prima dalla commissione Scognamiglio. Nel febbraio 1993 fu soppresso l'EFIM, comportando un esborso da parte del Tesoro di circa 14 mila miliardi di lire²⁷. Nel giugno 1993 fu poi soppresso, tramite referendum popolare, il ministero delle Partecipazioni Statali. L'intervento normativo più importante avvenne attraverso la legge 474/1994, la quale definì il quadro normativo delle privatizzazioni in Italia, assurgendo di fatto a una legge generale per le privatizzazioni²⁸. Tale legge convertì alcuni decreti legge emanati dal governo Ciampi nell'anno precedente, stabilendo la necessità, in caso di privatizzazioni nel settore dei servizi di pubblica utilità, la preventiva creazione di un'apposita Autorità di settore, avente il compito di definire il quadro normativo di riferimento per ciascun settore che si avvia ad essere privatizzato, stabilendo così condizioni di concorrenzialità dello stesso. Due delle cosiddette *Autority* furono create tramite la legge 481/1995, che istituiva le Autorità per l'Energia elettrica e il gas e per le telecomunicazioni, dando così vita alle privatizzazioni nei rispettivi settori. La legge 474/1994 stabiliva infine le modalità da utilizzare in caso di privatizzazione, prevedendo sia la possibilità di ricorrere alla vendita diretta in favore di un azionista di controllo stabile, sia il ricorso all'offerta pubblica di vendita, con successiva quotazione o meno delle azioni. Il decreto legislativo 16 marzo 1999, conosciuto anche come decreto Bersani, in recepimento della direttiva comunitaria 96/92/CE avvia la liberalizzazione del settore dell'energia elettrica, nello stesso anno lo Stato dismette il 31,7% delle partecipazioni in ENEL, che viene quotata in borsa.

²⁶ Enciclopedia Treccani Online, Partecipazioni statali

²⁷ MARCO MALGARINI, Le privatizzazioni in Italia negli anni Novanta, una quantificazione, in *Le privatizzazioni italiane*, a cura di Sergio de Nardis, 2000, pag.92

²⁸ Vedi nota precedente

Passando adesso ad elencare i maggiori risultati quantitativi delle privatizzazioni in Italia a partire dal 1992, bisogna segnalare come la prima dismissione del piano fu quella delle Acciaierie e delle Ferriere di Piombino, società facente prima di allora capo all'IRI, e venduta alla Lucchini per 289 miliardi di lire. La dismissione più redditizia per quanto riguarda il 1992 fu tuttavia quella del 51,8% di Cementir, ceduta per un controvalore complessivo di 480 miliardi di lire al gruppo Caltagirone. Nel 1993 fu privatizzato il Credito Italiano, attraverso un'offerta pubblica di vendita tramite la quale lo Stato incassò 1801 miliardi di lire; da segnalare anche la cessione del 62,1% di Cirio-Bertolli-De Rica alla Fisvi, operazione che generò un introito per lo Stato di 311 miliardi di lire, e la cessione del 62,1% di Italgel agli svizzeri di Nestlé, per un controvalore di 431 miliardi di lire. Nel 1994 la maggiore operazione fu la dismissione di una prima tranche di azioni di INA, pari al 47,2% complessivo, tramite offerta pubblica di vendita, generando un incasso per lo Stato pari a 4530 miliardi di lire; rilevanti furono anche la cessione del 51,3% di COMIT, sempre tramite Opv, per un controvalore di 2891 miliardi di lire; la cessione di una prima tranche (27,4% delle azioni), di IMI, per 1794 miliardi di lire, sempre tramite Opv; infine la cessione del 69,3% di Nuovo Pignone a General Electric per 699 miliardi di lire. Nel 1995 fu la volta di ENI, di cui fu liquidata una prima tranche pari al 15% delle azioni per 6300 miliardi di lire, tramite Opv; fu inoltre ceduta totalmente ILP a Riva per 2332 miliardi di lire; infine furono cedute ulteriori quote di IMI e INA, pari rispettivamente al 19% e al 18,4% per 2887 miliardi di lire complessivi. Nel 1996 le due maggiori operazioni riguardarono l'alienazione di una seconda tranche di ENI (15,8% delle azioni), per 8872 miliardi di lire, e quella delle quote ancora detenute dallo Stato in INA, per 3260 miliardi di lire. Nel 1997 fu ceduta una terza tranche di ENI pari al 17,6% delle azioni, per un incasso di 13230 miliardi di lire, incasso che fu superato dai 22880 miliardi di lire incassati dall'Opv di Telecom Italia, della quale furono alienate il 28% delle azioni. Da segnalare poi le alienazioni di SEAT e di una prima tranche della banca San Paolo. Nel 1998 le due principali operazioni riguardarono BNL, che fu privatizzata tramite Opv, e da cui lo Stato ricavò 6706 miliardi di lire, e la quarta tranche di ENI, pari al 14,2% delle azioni, che fruttarono 12994 miliardi di lire. Nel 1999 l'operazione principe fu la cessione del 31,7% di ENEL, per ben 32045 miliardi di lire. Nei primi sette anni di privatizzazioni i risultati finanziari furono piuttosto lusinghieri: il controvalore complessivo di tutte le operazioni messe in atto tra il 1992 e il 1999 fu di

oltre 178 mila miliardi di lire, pari al 12,3% del PIL nel 1992²⁹; in media le operazioni hanno assicurato allo Stato ogni anno un controvalore pari al 1,5% di PIL del 1992. Negli anni più recenti poi le operazioni più importanti hanno riguardato la cessione della quinta e ultima tranche di ENI, avvenuta nel 2001, per quasi 2 milioni e 700 mila euro; le cessioni di tre tranche di ENEL, avvenute tra il 2003 e il 2005, per quasi 16 milioni di euro di controvalore; la cessione della totalità di Ente Tabacchi Italiani, per 2 milioni e 300 mila euro, sempre nel 2003; rilevante furono poi nel 2012 la cessione di SACE per 6 milioni di euro; quella di Fintecna, nello stesso anno, per 2 milioni e mezzo di euro; nel 2015 quella di un'ulteriore quota di ENEL, pari al 5,74% del capitale, per un incasso di oltre 2 milioni di euro; infine nello stesso anno quella del 35,3% di Poste Italiane, che in quell'occasione fu quotata in borsa, per oltre 3 milioni di euro di introiti.

²⁹ MARCO MALGARINI, Le privatizzazioni in Italia negli anni Novanta, una quantificazione, in Le privatizzazioni italiane, a cura di Sergio de Nardis, 2000, pag.92

2.5. Conclusioni

Le privatizzazioni degli anni Ottanta-Novanta hanno rappresentato dunque una manifestazione tangibile del “ritorno al mercato” voluto in quegli anni, figlio della mutata concezione del ruolo dello Stato nell’economia. In Italia sono state poi rese necessarie dal crescente dissesto dei conti pubblici che non consentiva più il mantenimento di un sistema di partecipazioni statali tanto ampio quanto inefficiente e costoso per lo Stato, quanto dalla necessità di risanare i conti pubblici dettata dal rispetto dei parametri di Maastricht e dall’imminente entrata nella moneta unica. I due obiettivi che le privatizzazioni italiane hanno raggiunto in pieno sono stati la maggiore capitalizzazione della borsa di Milano, della quale molte tra le attuali maggiori società in termini di capitalizzazione (vedi ENI, ENEL, ma anche Intesa San Paolo, nata dalla fusione di società precedentemente privatizzate) sono figlie del suddetto processo di privatizzazione, e il risanamento dei conti pubblici; il rapporto debito/PIL è infatti passato, anche grazie agli introiti derivanti dalle privatizzazioni, dal 121,84% del 1994 al 99,70% del 2004, prima di conoscere una triste risalita negli anni della crisi del 2008. Un punto critico del piano di privatizzazione italiano risiede nel fatto che spesso il controllo statale ha soltanto mutato di abito, passando dal ruolo di proprietario a quello di azionista di controllo³⁰; buona parte di quello che fu il patrimonio di IRI ed EFIM si trova ancora in mano pubblica, essendo state smobilizzate soltanto quote di minoranza; il processo di privatizzazione italiano non può pertanto definirsi ancora concluso, sebbene negli ultimi anni abbia subito un forte rallentamento.

³⁰ CARLO SCOGNAMIGLIO PASINI, *Economia Industriale*, 2011, pag.461

3. Le IPO

3.1. Introduzione

Il presente capitolo intende esporre il fenomeno delle IPO (*Initial Public Offering*), ossia l'offerta pubblica di titoli necessaria per la diffusione degli stessi tra il pubblico al fine della creazione del flottante necessario per la quotazione in borsa. Il capitolo si struttura in tre paragrafi. Il primo paragrafo si apre con una definizione e una descrizione generale del fenomeno delle IPO, passando poi a descrivere i requisiti necessari per quotarsi sul mercato azionario italiano, non però prima di aver dato una breve descrizione della struttura del mercato stesso. Il paragrafo descrive infine il processo di quotazione della società quotanda. Il secondo paragrafo è strutturato in due parti distinte: la prima descrive il processo di formazione del prezzo al quale viene offerta l'azione sul mercato; la seconda analizza invece i lati positivi e negativi delle IPO, descrivendo i benefici che ne derivano per la società quotanda e gli obiettivi che di solito questa intende perseguire tramite la quotazione in borsa, nonché i costi, gli svantaggi e le criticità che caratterizzano l'IPO. Il terzo paragrafo infine rappresenta l'anello di congiunzione tra le privatizzazioni e le IPO: in esso infatti si nota come un ulteriore obiettivo perseguibile tramite le IPO è quello della privatizzazione di una società pubblica, le cui azioni sono offerte ai privati e contemporaneamente quotate su un mercato regolamentato. Si fa poi una breve digressione sul fenomeno dell'*underpricing*, finalizzata ad introdurre l'ultimo argomento del capitolo, che è quello dell'*underpricing* nelle IPO a scopo di privatizzazione.

3.2. Requisiti necessari e processo di quotazione

L'*Initial Public Offering* (o IPO) costituisce lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico, la cosiddetta creazione del flottante, che è requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato³¹. Tramite l'IPO e la quotazione su un mercato regolamentato la società decide quindi di aprire il proprio capitale, che passa dalle mani di pochi soci ad essere posseduto da una larga platea di investitori. Le IPO avvengono sul mercato primario, che è il mercato nel quale le imprese raccolgono risorse finanziarie attraverso l'emissione di nuovi titoli³². L'IPO è denominata OPS (Offerta Pubblica di Sottoscrizione) qualora riguardi l'offerta al pubblico di titoli di nuova emissione, si chiama OPV (Offerta Pubblica di Vendita) quando invece riguarda titoli già esistenti; è chiamata infine OPVS (Offerta Pubblica di Vendita e Sottoscrizione) quando riguarda titoli sia di nuova emissione che già esistenti. Le IPO hanno dunque il fine di creare il flottante necessario per la quotazione del titolo su un mercato regolamentato, che è il mercato nel quale le azioni sono contrattate una volta emesse; questi tipi di mercati sono anche noti come mercati secondari.

Prima di addentrarci nel complesso processo che l'impresa privata deve seguire per quotarsi in borsa, passiamo in rassegna quella che è l'attuale struttura del mercato borsistico italiano. Il mercato borsistico italiano è gestito da Borsa Italiana S.p.A., società nata a seguito del d.lgs 23 luglio 1996 n.415, il quale prevede l'avvio di un processo di privatizzazione del mercato borsistico italiano e la creazione, il 7 febbraio 1997, di Borsa Italiana S.p.A., che ha iniziato ad operare a partire dal 2 gennaio 1998. Rilevante è stata poi la fusione, avvenuta nel 2007, con la Borsa di Londra (London Stock Exchange), dalla quale è nato il London Stock Exchange Group, che controlla il 100% delle azioni sia di Borsa Italiana S.p.A. che di London Stock Exchange plc;³³ il gruppo così nato rappresenta ad oggi la principale piazza finanziaria d'Europa. Borsa Italiana S.p.A., oltre a gestire il maggiore mercato azionario italiano, gestisce diversi mercati obbligazionari, tra i quali il MOT (Mercato Telematico delle obbligazioni), il SeDeX, all'interno del quale sono negoziati certificates e covered warrants; gestisce inoltre un mercato riservato ai contratti derivati,

³¹ Glossario Borsa Italiana.it

³² SAUNDERS-CORNETT, *Economia degli Intermediari Finanziari*, pag 205

³³ Wikipedia.org

l'IDEM (Italian Derivatives Market), il quale si divide in due segmenti: l>IDEX (Italian Derivatives Energy Exchange), dedicato ai derivati sull'energia elettrica, e l'AGREX (Agricultural Derivatives Exchange), dedicato invece ai derivati sulle commodities agricole; gestisce infine ETFPlus, mercato dedicato alla contrattazione degli ETF.

Il mercato azionario si divide invece in MTA (Mercato Telematico Azionario), AIM Italia, segmento di mercato dedicato alle piccole e medie imprese ad alte potenzialità di crescita, MIV (Mercato degli Investment Vehicles), dedicato ai veicoli di investimento, tra i quali i fondi di *Private Equity*, i fondi chiusi immobiliari, i fondi specializzati, i fondi di fondi. L'MTA rappresenta invece il principale mercato di quotazione delle imprese tradizionali. Al suo interno possiamo trovare tre segmenti: il segmento Blue Chip, riservato alle società con una capitalizzazione di mercato non inferiore a un miliardo di Euro; il segmento STAR (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti), all'interno del quale sono quotate società con capitalizzazione di mercato pari ad almeno 40 milioni di Euro e non superiore ad un miliardo di Euro e che devono rispettare specifici requisiti in aggiunta a quelli previsti per le altre società quotate nell'MTA, e sui quali ci soffermeremo tra poco; il segmento Standard, residuale, all'interno del quale sono quotate tutte le altre società dell'MTA che non fanno parte dei segmenti Blue Chip e STAR. Per quanto riguarda invece gli indici di mercato della Borsa Italiana si annoverano il FTSE MIB, che raccoglie le azioni delle quaranta società a maggiore capitalizzazione sul mercato e che rappresentano circa l'ottanta per cento della capitalizzazione totale di mercato; il FTSE Italia Mid Cap, che contiene le azioni delle società immediatamente successive a quelle del FTSE MIB; il FTSE Italia Small Cap, che contiene le azioni delle società a minore capitalizzazione; le azioni delle società comprese nei tre precedenti indici sono poi aggregate nel FTSE Italia All-Share, che contiene appunto le azioni di tutte le società quotate nell'MTA, ad esclusione di quelle quotate nel segmento STAR, che invece rientrano in un indice *ad hoc*, il FTSE Italia Star. Chiude infine il quadro degli indici di mercato il FTSE Italia AIM, che contiene le azioni di tutte le società quotate nel mercato AIM Italia.

Per concludere questa breve premessa dedicata alla struttura del mercato borsistico italiano, segnaliamo che tutti i titoli negoziati sui vari mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. sono dematerializzati e custoditi centralmente da Monte Titoli S.p.A., società controllata da Borsa Italiana S.p.A. che effettua il servizio di Sistema di deposito accentrato dei titoli. Questo sistema consente di evitare il trasferimento materiale dei titoli, che è soggetto a vari

rischi, tra i quali quello di smarrimento dei titoli stessi, essendo questi depositati, in forma immateriale, presso Monte Titoli S.p.A.. Oltre al deposito, Monte Titoli S.p.A. si occupa anche della gestione dei titoli, procedendo eventualmente al trasferimento degli stessi tra i vari soggetti operanti nel mercato, tramite sistema basato su scritture contabili, ogniqualvolta questi passano di mano da un soggetto all'altro e svolgendo infine la funzione di camera di compensazione.³⁴ Citiamo infine la Consob (Commissione nazionale per le società e la Borsa), che è un'autorità amministrativa indipendente e che ha il compito di vigilare sul corretto funzionamento dei mercati e di fungere da controllore esterno delle società quotate in borsa, con il fine, come stabilito dall'art.91 del TUF (Testo Unico della Finanza), di garantire la tutela degli investitori nonché l'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario e dei capitali. La Consob ha inoltre un rilevante ruolo nel processo di quotazione, che denoteremo meglio in seguito.

Passando ora ai requisiti necessari in fase di IPO per l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, cominciamo dicendo che esistono dei requisiti specifici richiesti dal TUF (Testo Unico della Finanza) e dal regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, sia per quanto riguarda gli emittenti, sia per quanto riguarda le azioni negoziabili sul mercato. Nello specifico gli emittenti devono: esercitare, direttamente oppure attraverso le proprie controllate, un'attività capace di generare ricavi; devono pubblicare e depositare i bilanci, anche consolidati, relativi agli ultimi tre esercizi, sottoposti a revisione contabile, di cui gli ultimi due redatti in conformità dei principi contabili internazionali IAS/IFRS³⁵; nel caso poi di emittenti di recente costituzione o risultanti da operazioni straordinarie, o che abbiano subito recenti sostanziali modificazioni nella loro struttura patrimoniale, è altresì richiesta: la predisposizione del conto economico pro-forma relativo ad almeno un esercizio annuale chiuso precedentemente alla data di presentazione della domanda di ammissione; la predisposizione dello stato patrimoniale pro-forma riferito alla data di chiusura dell'esercizio precedente la domanda di ammissione, qualora le operazioni straordinarie o le modifiche sostanziali siano avvenute successivamente a tale data; la predisposizione di ulteriori documenti pro-forma infrannuali specificati nelle istruzioni (art 2.2.1. n.2. del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana). Gli emittenti devono inoltre adottare un modello adeguato di *corporate governance*,

³⁴ Glossario Borsa Italiana.it

³⁵ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana, Equity Markets

adottando codici interni in tema di comunicazione al mercato di alcune informazioni rilevanti (codice di *internal dealing*, codice per le informazioni *price sensitive*, codice per le operazioni con parti correlate)³⁶, in modo da rispettare i requisiti richiesti dalle disposizioni normative e regolamentari con riferimento alle società quotate. È inoltre fortemente raccomandata alle società quotate sul segmento Standard dell'MTA, mentre è obbligatoria per le società quotate sul segmento STAR, l'adesione ai principi di *corporate governance* contenuti nel codice di autodisciplina di Borsa Italiana riguardanti la composizione e il ruolo del consiglio di amministrazione, il numero degli amministratori indipendenti, la remunerazione degli amministratori, i sistemi di controllo e di rischio interni e gli incentivi al top management. Gli emittenti devono infine adottare il modello organizzativo in materia di responsabilità degli enti previsto dal D.Lgs 231/2001. Per quanto concerne invece i requisiti richiesti dal regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, con riferimento alle azioni negoziabili sul mercato, è previsto che: le azioni debbano essere liberamente trasferibili e negoziabili; il flottante minimo necessario sia pari ad almeno il 25% per le società quotate sul segmento standard e ad almeno il 35% per l'ammissione nel segmento STAR (percentuale che si abbassa al 20% per la permanenza nel segmento STAR). Nel calcolo di tali percentuali non si tiene conto delle azioni facenti parte le partecipazioni di controllo, di quelle vincolate da patti parasociali, di quelle soggette a vincoli di *lock-up* di durata superiore ai sei mesi, né delle partecipazioni azionarie superiori al 2% (tranne quelle possedute da OICR, da fondi pensione e da enti previdenziali)³⁷. La capitalizzazione di mercato, come già ricordato in precedenza, deve essere pari ad almeno quaranta milioni di Euro per tutte le società quotate e fino ad un massimo di un miliardo di Euro per le sole società quotate sul segmento STAR. I titoli devono essere infine interamente depositati e gestiti in forma dematerializzata presso Monte Titoli S.p.A. Successivamente alla quotazione, le società quotate devono inoltre sottostare ad alcuni altri obblighi informativi, tra i quali la pubblicazione di un resoconto semestrale di gestione entro sessanta giorni dalla chiusura di ciascun semestre, e la pubblicazione del bilancio annuale di esercizio entro 120 giorni dalla chiusura di ciascun esercizio. Le società quotate devono infine dotarsi obbligatoriamente di un sito web ed è infine raccomandata la presenza di un *Investor Relator*.

³⁶ Vedi nota 35

³⁷ SAUNDERS-CORNETT, Economia degli Intermediari Finanziari, pag. 212

Con riferimento invece al mercato AIM Italia, il sistema multilaterale di negoziazione gestito da Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese e introdotto nel 2008, all'indomani dell'entrata in vigore della Direttiva MIFID, i requisiti di ammissione sono molto meno stringenti: non sono infatti previsti limiti minimi di capitalizzazione di mercato, né requisiti di *corporate governance*, né obbligatori né raccomandati; è richiesta solamente la presenza di un flottante pari ad almeno il 10% del capitale, la certificazione dell'ultimo bilancio, la presenza di un sito web della società e di uno *specialist* che garantisca la liquidità del titolo.

Prima di arrivare alla descrizione del processo di quotazione in borsa, introduciamo quelli che sono gli attori coinvolti in esso: partiamo dai soggetti istituzionali, tra i quali troviamo la Consob, che svolge un ruolo fondamentale nel processo di quotazione: essa infatti si occupa di disciplinare le procedure di sollecitazione del pubblico risparmio, stabilendo le modalità di redazione e pubblicazione del Prospetto Informativo, e ha l'ulteriore compito di tutelare gli investitori, assicurando la trasparenza del mercato e prevedendo numerosi obblighi informativi a carico della società quotanda, provvedendo inoltre, qualora lo ritenga necessario, a eseguire ispezioni nella sede della società stessa al fine di accertare l'esattezza e la veridicità dei dati contenuti nel bilancio societario. Borsa Italiana rilascia invece il provvedimento di ammissione alla quotazione delle azioni della società quotanda; Monte Titoli S.p.A., come già ricordato più volte, si occupa della custodia e della gestione dei titoli dematerializzati. Oltre agli attori istituzionali, il processo di quotazione coinvolge tutta una serie di altri soggetti che aiutano la società in tale procedimento: lo *Sponsor*, soggetto che deve essere obbligatoriamente nominato dalla società quotanda e che assiste la stessa lungo tutta la durata del processo e anche successivamente alla quotazione; ha il compito di garantire, nei confronti del mercato, l'esistenza, in capo all'emittente, dei requisiti richiesti per la quotazione; dopo la quotazione ha inoltre il compito di organizzare, almeno due volte l'anno, incontri tra il management della società neo-quotata e gli investitori, e di produrre, sempre almeno due volte l'anno, un'analisi finanziaria sulla società. Il ruolo dello *Sponsor* può essere ricoperto dalle banche, dalle SIM, dalle banche d'investimento, dagli intermediari bancari iscritti allo speciale albo di cui all'articolo 107 del TUB (Testo Unico Bancario). Il *global coordinator* (ruolo che è spesso ricoperto dallo stesso *Sponsor*) si occupa di coordinare l'intero processo di

quotazione, selezionando i membri del consorzio di collocamento, svolgendo l'attività di marketing presso gli investitori istituzionali e supportando la società nell'organizzazione del *roadshow* e del *bookbuilding*. Lo *specialist*, obbligatorio nelle quotazioni nel segmento STAR, si occupa di garantire la liquidità del titolo una volta avvenuta la quotazione, importante sia per favorire l'acquisto dei titoli da parte degli investitori finanziari, sia per garantire la formazione del prezzo in modo efficiente³⁸. Il responsabile del collocamento, responsabile del collocamento dei titoli presso il pubblico degli investitori; è responsabile, con l'emittente, per la veridicità delle informazioni contenute nel Prospetto Informativo. Il *financial advisor*, consulente esterno di cui la società quotanda può eventualmente avvalersi nel caso in cui abbia bisogno di supporto nella scelta del global coordinator o dello sponsor, può svolgere anche attività di consulenza e di supporto durante la redazione del *business plan*, del Prospetto Informativo e in generale di tutta la documentazione necessaria da presentare. La società di revisione, si occupa di certificare i bilanci della società emittente, come previsto dalla normativa. La società di comunicazione, esperta in relazioni pubbliche, si occupa di curare i rapporti tra la società emittente e gli investitori, promuovendo in modo efficace i prodotti o i servizi offerti dalla società. I consulenti legali, nominati dallo sponsor o dal global coordinator, hanno il ruolo di assistere la società per quanto riguarda gli aspetti di natura legale, contrattualistica e normativa del processo di quotazione³⁹. Le più importanti figure che coadiuvano la società nel processo di quotazione sono riassunte nella figura sottostante (figura 3.1).

³⁸ Guida alla quotazione, Borsa Italiana, Aifi, PriceWaterhouseCoopers

³⁹ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana, Equity Markets

Il ruolo dei soggetti coinvolti nel processo

Sponsor	Consulente legale	Società di revisione	Società di pubbliche relazioni	Advisor finanziario
Due diligence	Due diligence legale	Certificazione bilancio	Relazioni con media	Assistenza nella scelta della banca d'affari
Organizzazione e direzione consorzio di collocamento	Prospetto informativo	Comfort sui dati presenti nel prospetto	Organizzazione road-show	Coordinamento operazione e rapporti con altri soggetti coinvolti
Eventuale funzione di specialist	Consulenza su corporate governance	Supporto per realizzazione piano industriale		Supporto per definire la struttura dell'offerta
Eventuale attività di vendita dei titoli	Eventuale offering circular	Supporto per la verifica del Sistema di controllo di gestione		Supporto per redazione prospetto

Figura 3.1⁴⁰

Veniamo ora alla descrizione del processo di quotazione in borsa di una società. Il processo si divide in quattro parti⁴¹:

- La fase preliminare
- La fase iniziale
- La fase intermedia
- La fase esecutiva

⁴⁰ BENEDETTI VITTORIO, Il processo di quotazione in Borsa Italiana, Borsa Italiana, Primary Markets

⁴¹ Vedi nota precedente

La fase preliminare è la fase nella quale il management della società valuta la possibilità di quotare in borsa la società; a tal fine il management procede ad un approfondito studio di fattibilità dell'operazione per valutare attentamente la convenienza strategica, economica e finanziaria della stessa. La durata di tale fase è molto incerta, essendo fortemente variabile il tempo necessario per la raccolta delle informazioni essenziali per la valutazione delle opportunità e dei rischi nascenti dalla quotazione. Durante la fase preliminare vengono inoltre selezionati, nel caso in cui lo studio di fattibilità abbia dato risultati incoraggianti, i vari consulenti che accompagneranno la società durante tutto il processo di quotazione e anche oltre, e che andranno a formare il team di lavoro. Particolarmente rilevante è la scelta del *global coordinator*, il soggetto più importante insieme allo sponsor (molte volte per di più i due soggetti coincidono). Il *global coordinator* deve essere selezionato tra i vari candidati tenendo in considerazione la sua storia nelle precedenti operazioni di mercato primario, la sua reputazione presso la comunità finanziaria, la sua capacità di collocare i titoli presso il pubblico degli investitori, l'eventuale specializzazione dell'intermediario nell'effettuare specifiche valutazioni nel settore nel quale la società quotanda opera, la sua generale solidità finanziaria. Una volta selezionati i vari consulenti, questi sottoscrivono il contratto di mandato che li obbliga a lavorare per la società emittente. Nello specifico, il *global coordinator* ha nei confronti della società un'obbligazione di mezzo e non di risultato; ciò implica che il *global coordinator* è obbligato a svolgere il suo compito con diligenza, ma non è obbligato a collocare le azioni. La fase preliminare si conclude con il *kick-off meeting*, riunione alla quale prende parte il management della società con il team di lavoro al completo, per decidere le modalità e le tempistiche con le quali attuare l'intero processo di quotazione.

La fase iniziale si avvia con il processo di *due diligence* economico-finanziaria, patrimoniale e legale, attraverso il quale il team di consulenti mira ad acquisire una visione di insieme dell'azienda, accertando altresì se sussistono i requisiti necessari per la quotazione. È in questa fase che si acquisiscono tutte le informazioni necessarie alla redazione del Prospetto Informativo, la cui stesura si protrae anche nelle fasi successive. Il Prospetto Informativo «è il documento ufficiale di sollecitazione al pubblico risparmio; è redatto dallo sponsor (secondo gli schemi richiesti da Consob), insieme al management della società e i consulenti legali, sulla base dei risultati delle analisi svolte durante il processo di due diligence e ha lo scopo di fornire tutte le informazioni riguardanti la società

e la struttura dell'offerta globale»⁴². Il Prospetto deve dunque contenere, a norma dell'art. 94.2 TUF «tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente»; contiene inoltre un'indicazione di quelli che sono gli obiettivi e i rischi essenziali dell'offerta. Sono considerate informazioni rilevanti quelle sul management della società, sulla sua struttura organizzativa, sulle sue recenti performance, sui dati economico-finanziari, sugli obiettivi e le strategie, sulla sua posizione rispetto alla concorrenza nel settore di riferimento. Sempre in questa fase vengono svolte alcune attività interne alla società necessarie per la quotazione; vengono infatti riuniti il consiglio di amministrazione, che provvede alla convocazione dell'assemblea dei soci, e l'assemblea ordinaria (straordinaria se il progetto di quotazione prevede anche un aumento di capitale) che deve deliberare su materie come l'approvazione del progetto di quotazione, il conferimento dell'incarico alla società di revisione, l'aumento del capitale sociale a servizio della quotazione e gli adeguamenti statutari necessari⁴³. Viene infine presentata a Borsa Italiana la domanda di ammissione alla quotazione, corredata da una bozza del Prospetto Informativo, e alla Consob la domanda di pubblicazione dello stesso Prospetto.

La fase intermedia avviene normalmente durante il periodo in cui Borsa Italiana e Consob svolgono l'attività istruttoria per verificare i dati contenuti nei documenti prodotti dall'emittente per l'ammissione a quotazione. Durante questa fase può essere necessaria un'ulteriore convocazione del consiglio d'amministrazione e dell'assemblea dei soci, che sono chiamati a deliberare sull'approvazione degli ultimi dati finanziari. È inoltre in questa fase che viene redatto, da parte di un team composto dai consulenti legali, dalla società di revisione, dai consulenti fiscali, dallo sponsor, dal global coordinator e dal responsabile per il collocamento, l'*offering circular*, un prospetto informativo redatto secondo principi internazionali per la distribuzione dei titoli all'estero, in particolare in Canada e negli Stati Uniti⁴⁴. Particolarmente rilevante risulta essere inoltre, sempre in questo periodo, la pubblicazione e l'esposizione agli analisti finanziari dei dati frutto delle ricerche

⁴² Quotarsi in borsa, Borsa Italiana

⁴³ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana, Equity Markets

⁴⁴ Glossario sulla quotazione, Borsa Italiana

dell'emittente, la cosiddetta *analyst presentation*. Tale ricerca contiene in particolare un'analisi dell'azienda e del business che essa svolge, la descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate per stimare il valore dell'azienda, la presentazione della struttura dell'offerta; è proprio da questa ricerca che gli analisti finanziari partono per esprimere un proprio giudizio sulle previsioni finanziarie dell'emittente, e risulta pertanto fondamentale per influenzare il giudizio degli analisti e di riflesso della comunità finanziaria intera, giudizio che a sua volta condiziona la successiva attività di *pre-marketing*. Il *pre-marketing* è finalizzato a sondare gli interessi dei potenziali investitori sul mercato attraverso lo svolgimento di incontri informali tra gli stessi investitori e la società emittente con il suo team di consulenti. In questa fase gli investitori hanno la possibilità di entrare a più stretto contatto con la società e con il consorzio di collocamento (consorzio creato dal global coordinator con altre banche al fine di accumulare dichiarazioni d'interesse per i titoli da parte degli investitori istituzionali) ed eventualmente di esprimere dubbi riguardanti la struttura dell'offerta, mentre la società può cogliere l'occasione per fissare incontri individuali con gli investitori più interessati all'offerta. I dati raccolti durante il *pre-marketing* possono spingere la società emittente ad effettuare modifiche alla struttura dell'offerta. La fase intermedia termina con il rilascio dell'ammissione a quotazione (o il rigetto della domanda, nel caso in cui non sussistano i requisiti richiesti) da parte di Borsa Italiana e con il rilascio dalla Consob del nulla osta alla pubblicazione del Prospetto Informativo, che viene contestualmente pubblicato insieme al *preliminary offering circular*. Il responso di Borsa Italiana deve arrivare entro un massimo di sessanta giorni dalla presentazione della domanda di ammissione a quotazione.

L'ultima fase è quella esecutiva, durante la quale il processo di quotazione viene effettivamente portato a termine e si dà avvio alla negoziazione del titolo. La fase esecutiva si apre con la fase di *marketing* o *roadshow*, durante la quale avvengono gli incontri individuali e formali nei principali centri finanziari tra il top management della società e gli investitori, nei quali l'obiettivo primario della società è quello di rafforzare l'interesse per il proprio *investment case*⁴⁵. È questa la fase nella quale viene richiesto alla società il maggiore sforzo in termini di comunicazione e anche di tempo che il top management deve essere disposto ad impiegare⁴⁶. Al *roadshow* segue il *bookbuilding*, durante il quale i

⁴⁵ Quotarsi in borsa, Borsa Italiana

⁴⁶ Guida alla quotazione, Borsa Italiana, Aifi, PriceWaterhouseCoopers

potenziali investitori istituzionali comunicano al *bookrunner* (intermediario che raccoglie e accentra tutti gli ordini di acquisto/sottoscrizione proposti dagli investitori istituzionali in merito ai titoli oggetto di offerta⁴⁷; la funzione di *bookrunner* è svolta spesso dal global coordinator) il numero di titoli che vogliono comprare e il relativo prezzo di acquisto; il *bookbuilding* è fondamentale nel processo di formazione del prezzo, del quale ci occuperemo in maniera organica più avanti. Vengono poi sottoscritti i contratti di collocamento e di garanzia per l'offerta pubblica e il collocamento privato tra l'emittente, gli eventuali azionisti venditori e il Responsabile del Collocamento/*Global Coordinator*⁴⁸. Avviene poi il lancio da parte del consorzio di collocamento, al quale erano state preventivamente assegnate le azioni, dell'offerta pubblica di vendita e/o di sottoscrizione al pubblico indistinto; la durata del periodo dell'offerta va dai due giorni ai quattordici giorni. Alla fine del periodo di offerta viene fissato il prezzo definitivo di offerta dell'azione; i titoli vengono pagati consegnati alla Monte Titoli entro cinque giorni dalla fine dell'IPO; viene pubblicata la *final offering circular*. La fase di esecuzione si conclude con l'avvio delle negoziazioni e con l'attività di stabilizzazione del prezzo del titolo, solitamente dalla durata di trenta giorni, durante i quali il consorzio di collocamento può sostenere l'andamento del prezzo del titolo. Le varie fasi del processo di quotazione, con annesse sottofasi, e le tempistiche, sono riassunte nella tabella sottostante (figura 3.2).

⁴⁷ Glossario Borsa Italiana.it

⁴⁸ Il processo di quotazione, Borsa Italiana

Le fasi del processo di quotazione

		Mese 1	Mese 2	Mese 3	Mese 4	Mese 5	Mese 6
FASE PRELIMINARE	Valutazioni preliminari	TEMPO INDETERMINATO					
	Scelta dei vari consulenti						
	Studio di fattibilità						
	Firma del mandato						
FASE INIZIALE	Kick-off meeting	■	■	■	■	■	■
	Due Diligence economico-finanziaria, legale e fiscale	■	■	■	■	■	■
	Preparazione del <i>memorandum</i> sul sistema di controllo di gestione	■	■	■	■	■	■
	Preparazione e aggiornamento Prospetto Informativo	■	■	■	■	■	■
	Preparazione documento a supporto della valutazione	■	■	■	■	■	■
	Delibera del CDA di convocazione dell'assemblea	■	■	■	■	■	■
	Delibera assemblea aumento capitale e approvazione progetto di quotazione	■	■	■	■	■	■
	Rilascio dei certificati, delle <i>comfort letters</i> e delle <i>legal opinions</i>	■	■	■	■	■	■
FASE INTERMEDIA	Filing in CONSOB e Borsa Italiana	■	■	■	■	■	■
	Istruttoria CONSOB e Borsa Italiana	■	■	■	■	■	■
	Approvazione del CDA e dell'assemblea degli ultimi dati finanziari	■	■	■	■	■	■
	Predisposizione <i>Offering Circular</i>	■	■	■	■	■	■
	<i>Analyst Presentation</i>	■	■	■	■	■	■
	Predisposizione e pubblicazione delle ricerche - inizio del <i>black out period</i>	■	■	■	■	■	■
	Inizio <i>pre-marketing</i>	■	■	■	■	■	■
	Rilascio provvedimento di ammissione a quotazione da parte di Borsa Italiana	■	■	■	■	■	■
FASE ESECUTIVA	Rilascio nulla osta a pubblicazione Prospetto Informativo da parte di CONSOB	■	■	■	■	■	■
	Pubblicazione Prospetto Informativo e <i>Preliminary Offering Circular</i>	■	■	■	■	■	■
	<i>Marketing</i> (incontro con analisti, distribuzione ricerca, <i>roadshow</i>)	■	■	■	■	■	■
	<i>Bookbuilding</i> (raccolta ordini istituzionali)	■	■	■	■	■	■
	Firma accordo collocamento e garanzia italiano	■	■	■	■	■	■
	Offerta Pubblica di Vendita e/o Sottoscrizione	■	■	■	■	■	■
	Fissazione del prezzo di offerta	■	■	■	■	■	■
	Firma <i>Institutional Underwriting Agreement</i> e <i>Final Offering Circular</i>	■	■	■	■	■	■
	Inizio negoziazioni	■	■	■	■	■	■
	Stabilizzazione	■	■	■	■	■	■

Figura 3.2⁴⁹

3.3. Fissazione del prezzo e decisione di quotarsi in borsa

3.3.1 Il meccanismo di fissazione del prezzo dell'azione

Nel paragrafo precedente si è parlato del processo di quotazione in borsa, analizzando le sue varie fasi fino al momento della quotazione vera e propria. Uno degli aspetti più rilevanti da considerare durante l'intero processo di quotazione, e del quale si è solamente accennato in precedenza, è quello del cosiddetto *pricing* dell'azione, ovvero la fissazione del prezzo al quale le azioni della società quotata saranno offerte agli investitori, nonché il prezzo al quale le azioni saranno ammesse per la prima volta alle negoziazioni sul mercato secondario. La decisione su quale debba essere il prezzo di offerta si protrae per tutto il processo di quotazione, a partire dalle prime valutazioni preliminari su quale possa essere il *fair value* della società, fino alla fase di *bookbuilding*, subito dopo la quale si ha un'idea

⁴⁹ Il processo di quotazione sui mercati regolamentati di Borsa Italiana, Equity Markets

piuttosto precisa sulla quantità di titoli domandati dagli investitori istituzionali. Ovviamente, mano a mano che il momento della quotazione si avvicina e aumentano le informazioni a disposizione della società e dei suoi consulenti, la forchetta di prezzo inizialmente prevista comincia a restringersi, fino ad arrivare alla determinazione finale del prezzo (figura 3.3). Il processo si divide in quattro fasi⁵⁰:

- Valutazione svolta nel momento del *pitch*
- Valutazione svolta durante la *due diligence*
- Individuazione di un intervallo significativo di prezzo durante il *pre-marketing*
- *Pricing*

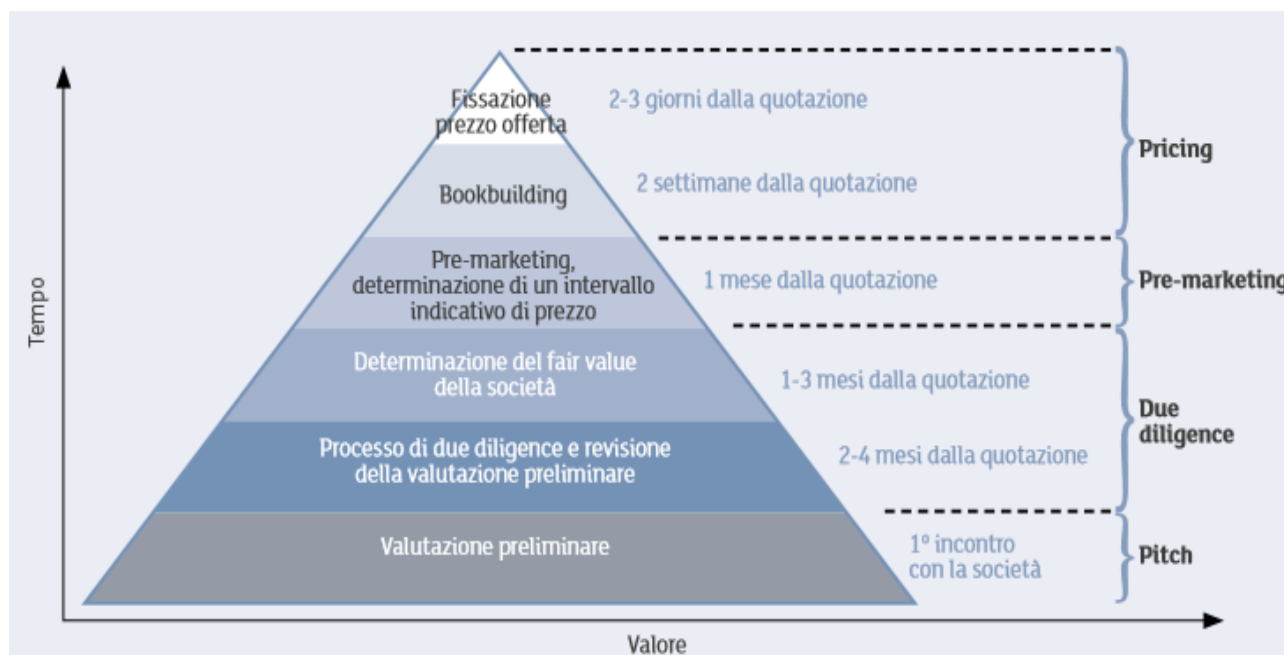


Figura 3.3⁵¹

Una prima valutazione del prezzo dell'azione viene data nel momento del *pitch*, ovvero nella fase in cui il management della società incontra tutti i candidati per il ruolo di global coordinator dell'operazione di quotazione. In tale fase, tutti gli intermediari candidati presentano alla società una proposta contenente una primissima valutazione del valore della

⁵⁰ Guida alla valutazione, Borsa Italiana

⁵¹ Guida alla valutazione, Borsa Italiana; fonte Jp Morgan

società e del prezzo dell'azione. Tale valutazione risulta tuttavia essere piuttosto indicativa, essendo svolta nell'ignoranza del piano industriale e prima dell'attività di due diligence.

È proprio durante la fase di due diligence che l'intermediario selezionato e preposto alla valutazione comincia a basarsi su elementi concreti; durante questa fase infatti può analizzare il piano industriale ed ogni altro documento utile disponibile della società quotanda effettuando una valutazione del business aziendale. Al termine della *due diligence* il valutatore fornisce un primo *fair value* della società, spesso espresso in termini di un range di valori.

Il range di valori ottenuto dopo la fase di due diligence tiene conto solamente di elementi interni alla società, senza considerare in alcun modo quella che è la disponibilità a pagare da parte dei potenziali investitori. Una prima comprensione di questo aspetto avviene durante la fase di *pre-marketing*, nella quale, come si è detto, avvengono i primi incontri informali tra i potenziali investitori istituzionali e il top management della società quotanda insieme al team che la coadiuva. Viene stabilito così, sulla base delle informazioni ricevute, un range di prezzo più ristretto e preciso, nonché il prezzo massimo, che sarà il riferimento durante la successiva fase di *bookbuilding*.

Durante la fase di *bookbuilding* la società riceve dagli investitori istituzionali gli ordini formali di acquisto, indicando l'ammontare di titoli desiderato e il prezzo al quale sono disposti ad acquistarli. Grazie a queste informazioni l'intermediario preposto alla valutazione può costruire la curva di domanda dell'azione, al fine di fissarne il prezzo due o tre giorni prima dell'inizio delle negoziazioni, in modo da allocare effettivamente il numero di titoli richiesto e, allo stesso tempo, di lasciare parte della domanda insoddisfatta, in modo da sostenere l'interesse all'acquisto, supportando l'andamento del titolo durante i primi giorni di contrattazione⁵².

Nel processo di valutazione sono essenzialmente coinvolti il global coordinator/sponsor dell'operazione e la società quotanda. All'interno dell'intermediario preposto alla valutazione sono attivate varie aree di attività, tra le quali quella di *corporate finance*, preposta all'applicazione dei modelli finanziari atti ad effettuare la valutazione in senso stretto, e collaborando inoltre alla redazione della documentazione necessaria; il dipartimento di *capital market*, che ha il compito di includere nella valutazione le

⁵² Guida alla valutazione, Borsa Italiana

informazioni relative alla considerazione del mercato, in special modo durante le fasi di *pre-marketing* e di *bookbuilding*, durante le quali il contributo del dipartimento diventa sempre più importante; il dipartimento di *research* che invece fornisce stime relative alle prospettive del mercato di riferimento, al posizionamento in esso della società e all'evoluzione del business della stessa, predisponendo stime autonome sull'andamento prospettico della società. Il contributo della società deriva invece *in primis* dal top management e poi dall'area finanza e dall'area pianificazione.

3.3.2. Obiettivi, costi e benefici della quotazione

Una società si quota in borsa al termine di un processo lungo e piuttosto tortuoso. Ancora più difficoltoso del processo appena trattato risulta essere la scelta tra il rimanere una società privata oppure optare per il *going public*. Tale decisione deve essere ben ponderata, dovendo tenere in considerazione tutte le implicazioni dettate dal *going public*, compresi i costi e i benefici attesi dalla quotazione, e soprattutto gli obiettivi che si intendono perseguire, i quali possono essere di natura finanziaria ma anche strategica o reputazionale.

Sul perché una società decida di quotarsi, esistono varie teorie, come evidenziato da Richter e Welch (2002)⁵³. La teoria più rilevante e ricorrente è probabilmente quella per cui la quotazione sia un momento necessario per una società matura che voglia continuare a crescere ancora; in tal senso Chemmanur e Fulghieri (1999) individuano un trade off tra la minimizzazione dei costi di valutazione per gli investitori esterni e la minimizzazione dei costi da sostenere a causa della scarsa diversificazione delle fonti di finanziamento, molto limitata nelle società chiuse e decisamente maggiore nelle società quotate; la minore diversificazione delle fonti di finanziamento è pagata dalla società in termini di più alti rendimenti che deve corrispondere agli investitori, per via del più alto rischio idiosincratICO che questi devono sostenere. Se la società è ancora giovane, i benefici derivanti dalla minimizzazione dei costi di valutazione, dovuti alla necessità di convincere gli azionisti

⁵³ RITTER JAY, WELCH IVO (2002), A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, THE JOURNAL OF FINANCE VOL. LVII, N. 4.

della bontà dei progetti di investimento intrapresi dalla società, superano i costi dovuti al più alto tasso di rendimento da corrispondere ai finanziatori, dal momento che in questa fase le informazioni disponibili sulla società sono molto ridotte ed è preferibile quindi mantenere una compagine di azionisti molto ridotta, per evitare di impiegare ingenti risorse nel convincimento dei potenziali investitori. Al crescere degli anni di attività della società, la valutazione della stessa diventa sempre meno impegnativa e meno costosa, dal momento che aumentano le informazioni su di essa a disposizione del mercato, e diminuiscono così i costi di convincimento, grazie all'ormai ingente quantità di informazioni sulla società disponibili. La società può a questo punto aumentare a un costo ragionevole la diversificazione delle fonti di finanziamento e di conseguenza diminuire i rendimenti da corrispondere agli azionisti. Il momento nel quale la società dovrebbe decidere di quotarsi è quindi quello nel quale i costi derivanti dai più alti rendimenti da corrispondere agli azionisti pareggiano i costi di valutazione o, se si preferisce, di convincimento⁵⁴. Black e Gilson (1998) fanno invece notare come in uno Stato con un mercato azionario ben sviluppato come gli Stati Uniti, nel quale le banche svolgono un ruolo minoritario nel controllo societario, e in contrasto con i mercati presenti in Germania e in Giappone (ma anche in Italia), dove il mercato azionario è poco sviluppato mentre le banche svolgono un ruolo fondamentale nel controllo societario, le IPO sono spesso finalizzate al disinvestimento dei fondi impiegati dalle società di *venture capital* nelle start up diventate ormai mature. Dopo infatti che i *venture capitalist* hanno sostenuto le giovani società in crescita tramite l'apporto di finanziamenti sotto forma di capitale di rischio (ma anche tramite uno stretto controllo sulla qualità degli investimenti e sulla gestione dell'impresa in generale), questi possono liquidare i propri investimenti. L'uscita dal capitale tramite IPO non è tanto giustificata dalla massimizzazione del valore ricavabile ma dall'esistenza di un contratto implicito che consente all'imprenditore di rientrare in possesso delle azioni dopo un certo periodo di tempo; contratto implicito che è possibile stabilire soltanto in uno *stock-centered capital market* e non in un *bank-centered capital market*⁵⁵. Ritter (1994) aggiunge inoltre che in una società finanziata da un *venture capitalist* divenuta ormai abbastanza grande, crescono i conflitti tra l'imprenditore e lo stesso *venture capitalist*⁵⁶, motivo in più

⁵⁴ CHEMMANUR THOMAS, FULGHIERI PAOLO (1999), A Theory of the Going-Public Decision, The Review of Financial Studies, Vol. 12, No. 2., pp. 249-279

⁵⁵ BLACK BERNARD, GILSON RONALD (1998), Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, Journal of financial economics 47, pp.243-277

⁵⁶ RITTER JAY (1994), Initial Public Offerings, Journal of Applied Corporate Finance

che spinge quest'ultimo a disinvestire il proprio investimento in una società ormai matura che non ha più bisogno né dei suoi finanziamenti né della sua assistenza gestionale. Tutto ciò è valido ovviamente in un'economia nella quale le società di venture capital svolgono un ruolo importante, come gli Stati Uniti. Zingales (1995) sostiene al contrario che l'IPO consente di massimizzare il valore di vendita delle azioni qualora l'azionista maggioritario voglia vendere soltanto una quota minoritaria delle azioni, mentre è preferibile la vendita diretta nel caso in cui si voglia cedere anche il controllo della società, questo perché tramite la contrattazione diretta si può attribuire un valore esplicito all'acquisizione del controllo societario. Può essere in definitiva osservato che nello sviluppo di una società sana arriva un momento nel quale gli investitori originari, siano essi gli stessi imprenditori, siano i fondi di venture capital, siano altri investitori privati, decidono di monetizzare il proprio investimento iniziale tramite la realizzazione di un capital gain ottenuto vendendo una parte più o meno rilevante delle azioni possedute nella società. Tramite la quotazione può essere inoltre garantita una maggiore liquidità del titolo, essendo questo negoziabile costantemente su un mercato attivo, contribuendo ad accentuare il *turnover* degli azionisti.

Un altro obiettivo perseguito dalla quotazione è strettamente finanziario e riguarda la riduzione dei costi di finanziamento. Tramite la quotazione in borsa infatti le società hanno la possibilità di accedere ad un'ulteriore forma di finanziamento, alternativa a quella bancaria o delle società di venture capital. Inoltre le società che si quotano in borsa possono ridurre il costo dei finanziamenti bancari, poiché le banche, avendo maggiori informazioni a disposizione, concedono loro prestiti ad un tasso d'interesse minore. Uno studio fondamentale in questo senso è stato svolto da Zingales, Panetta e Pagano (1998), i quali hanno confrontato il costo del credito in un campione di imprese italiane precedentemente e posteriormente all'IPO e hanno dimostrato, prendendo in considerazione i tassi di interesse praticati dalle principali 79 banche italiane sui prestiti alle imprese, che nei primi tre anni successivi all'IPO si ha una considerevole diminuzione del costo del credito per le imprese italiane, diminuzione che si attesta tra i 40 e i 70 punti base⁵⁷; tale riduzione ammonterebbe a un risparmio medio annuale di 321.000 dollari di allora. I tre studiosi hanno ricondotto la riduzione del costo del finanziamento a tre motivi: la riduzione del rapporto d'indebitamento (e di conseguenza della rischiosità della società), le maggiori

⁵⁷ PAGANO MARCO, PANETTA FABIO, ZINGALES LUIGI, (1998), Why do public companies go public? An empirical analysis, The Journal of Finance

informazioni pubbliche disponibili sulla società (conseguentemente le banche spendono meno risorse per ricercare informazioni utili per il calcolo del merito creditizio della controparte), e infine, come già riferito, la perdita di potere contrattuale delle banche, consapevoli che la controparte può accedere ad una fonte di finanziamento alternativa.

Un ulteriore ordine di motivi che spinge alla quotazione è di tipo reputazionale: la quotazione in borsa, specie in un mercato azionario piccolo come quello italiano, nel quale le società quotate sul mercato MTA sono appena 244 (al 30 dicembre 2016), può garantire una maggiore notorietà e un maggiore prestigio al brand aziendale, traducendosi in un maggiore *appeal* ma anche in un potere contrattuale maggiore verso ogni interlocutore. In aggiunta, la presenza di un valore di mercato aggiornato giornalmente può positivamente influenzare la credibilità della società. Un'ultima motivazione ricollega la quotazione ad una futura operazione di fusione o di acquisizione societaria, decisamente facilitata dalla presenza di un valore di mercato della società costantemente aggiornato.

Ovviamente non esistono soltanto lati positivi: la quotazione e la vita da società quotata presentano costi e criticità non irrilevanti. Innanzitutto, con riferimento specifico al mercato azionario italiano, è prevista una *fee* da pagare a Borsa Italiana al momento della prima quotazione che varia a seconda del mercato di riferimento o a seconda se la società è già quotata o meno su un mercato estero o se è risultante da un'operazione di fusione (figura

3.4)

	Corrispettivo ogni 500.000 Euro di capitalizzazione	Cap	Floor
Nuove società¹	75 Euro	500.000 Euro	• MTA - Capitalizzazione < 1 miliardo di Euro: 25.000 Euro - Capitalizzazione > 1 miliardo di Euro: 75.000 Euro • MIV: 25.000 Euro • AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale: 20.000 Euro
Società risultanti da operazioni di fusione che coinvolgono esclusivamente emittenti già quotati²	40 Euro	150.000 Euro	10.000 Euro
Società già quotate presso Borse estere³	40 Euro	50.000 Euro	10.000 Euro
Nuove categorie di azioni	5.000 Euro per singola categoria		

Figura 3.4

Sono inoltre previsti dei corrispettivi semestrali che includono anche la prestazione di vari servizi come la struttura tecnologica e operativa del Network Information System, l'assistenza nell'adempimento degli obblighi di natura regolamentare, con particolare riguardo alla gestione della *price sensitive information*, l'assistenza e il supporto nella gestione tecnico-borsistica delle operazioni di: fusione o scissione, la conversione di strumenti, la quotazione di linee separate, lo stacco del dividendo, raggruppamenti o

frazionamenti di azioni, assegnazioni gratuite di azioni, eventuale proroga della durata degli strumenti finanziari (figura 3.5)⁵⁸.

	Corrispettivo ogni 500.000 Euro di capitalizzazione	Cap	Floor
Società già quotate presso Borse estere⁴	6.300 Euro		
Altre società	Fino a un miliardo di Euro di capitalizzazione: 10,70 Euro Da un miliardo di Euro di capitalizzazione in poi: 9,60 Euro	215.000 Euro	6.300 Euro
Titoli sospesi a tempo indeterminato dalle negoziazioni al termine del semestre precedente quello di fatturazione⁵	6.300 Euro		

Figura 3.4

Un altro costo esplicito delle IPO è quello derivante dalla necessità di remunerare l'insieme di consulenti che hanno assistito la società quotanda durante il processo di quotazione, in particolar modo i membri del consorzio di collocamento e l'*underwriter*, ovvero l'intermediario che sottoscrive i titoli e li colloca poi sul mercato. L'*underwriter* nello specifico è remunerato tramite uno *spread*, ovvero la differenza tra il prezzo al quale sottoscrive le azioni della società emittente e quello al quale le colloca sul mercato.

Un'altra categoria di costi annoverabile è quella legata alla necessità di operare delle modifiche a livello di organizzazione societaria, al fine di rispettare le norme di *corporate governance* previste dal TUF in tema di società quotate. Innanzitutto la società deve provvedere ad implementare un sistema di controllo e di reporting adeguato al fine di rispettare i più stringenti obblighi informativi richiesti alle società quotate; la società deve inoltre provvedere, eventualmente, alla modifica di alcune norme statutarie con il fine di:

⁵⁸ Corrispettivi di ammissione e quotazione, Borsa Italiana. (In vigore dal 6 giugno 2017)

eliminare le clausole che limitano la libera circolazione delle azioni; deve eliminare le variazioni delle maggioranze assembleari non in linea con la normativa; deve adeguare il collegio sindacale alle norme del TUF.

Vi sono poi tutta una serie di criticità che andrebbero considerate: innanzitutto, come già accennato, la società quotata deve ottemperare a maggiori obblighi informativi, come ad esempio l'obbligo di pubblicazione del report semestrale oppure la redazione e la pubblicazione del bilancio in conformità dei principi contabili IAS/IFRS, il che richiede anche un adeguamento dei processi contabili interni. Il valore della società risulta poi essere maggiormente suscettibile alle variazioni del mercato, non dipendendo più soltanto dalle scelte strategiche del management, ma anche dalle azioni speculative e dalla congiuntura borsistica. L'apertura del capitale espone poi l'imprenditore alla diluizione della base proprietaria e ad un maggior rischio di subire scalate ostili, pur essendo stabilite norme atte a limitare e a regolamentare tale eventualità, come quelle che disciplinano l'OPA (Offerta Pubblica di Acquisto). Aumenta infine la pressione sul management, al quale è richiesto il rispetto delle previsioni sulla crescita e sullo sviluppo aziendale per non incidere negativamente sull'andamento della quotazione del titolo, che è sempre sotto la stretta attenzione degli analisti finanziari.

3.4. Le IPO come strumento di privatizzazione e il fenomeno dell'*underpricing*

Nel secondo capitolo si è affrontato il tema delle privatizzazioni prima in generale e poi facendo riferimento all'Italia e alle privatizzazioni degli anni Novanta; in questo capitolo si è invece parlato dell'*initial public offering*, con riferimento al processo di quotazione da seguire per quotarsi sul mercato azionario italiano e agli aspetti positivi e negativi della quotazione nonché agli obiettivi perseguibili con essa. Il *trait d'union* tra i due capitoli è l'osservazione che la quotazione in borsa può essere realizzata non solo dalle imprese private, ma anche dalle imprese pubbliche che intendono aprire il proprio capitale

ai privati, perdendo, di fatto, la qualifica di ente pubblico o di società pubblica. L'IPO può essere in poche parole utilizzato come strumento di privatizzazione, ed è ciò che è avvenuto in Italia negli anni Novanta per società come ENI ed ENEL o in anni più recenti per Poste Italiane. Tale soluzione, a differenza della vendita diretta dell'ex-società pubblica, permette una maggiore diffusione tra il pubblico delle azioni ed eventualmente la creazione delle *public companies*, ovvero quelle società nelle quali il capitale è frazionato tra una moltitudine di investitori e nelle quali non esiste un gruppo di controllo tale da influenzare la direzione dell'impresa.

Uno studio interessante in merito a questo tipo specifico di privatizzazione è quello svolto da Ariff, Prasad e Vozikis (2007), i quali hanno studiato il fenomeno dell'underpricing con riferimento alla quotazione delle GLCs (*Government-Linked Companies*). Innanzitutto per underpricing si intende il fenomeno tipico delle operazioni di IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento delle azioni è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al termine del primo giorno di contrattazione del titolo. Per spiegare questo fenomeno, ormai empiricamente confermato (in Italia, uno studio condotto da Cherubini e Ratti (1994) ha evidenziato un underpricing medio del 27,1% sulle IPO avvenute tra il 1985 e il 1991), sono stati condotti svariati studi e avanzate diverse ipotesi meritevoli di essere illustrate.

Una possibile spiegazione dell'underpricing è quella ricollegabile alla “maledizione del vincitore”, ovvero l'asimmetria informativa esistente tra gli investitori istituzionali e maggiormente informati, e gli investitori retail e minormente informati. Gli investitori informati partecipano all'emissione domandando i titoli soltanto se ritengono che il prezzo di offerta sia inferiore al valore effettivo del titolo. Gli investitori meno informati sono invece soggetti alla suddetta maledizione del vincitore: nel caso in cui partecipino ad una nuova emissione di titoli, se questa è ritenuta “buona” dagli investitori più informati, probabilmente non riusciranno ad ottenere l'interezza dell'ammontare dei titoli richiesti, essendo la domanda abbondante; se invece l'offerta è ritenuta “cattiva” dagli investitori istituzionali, perché il prezzo di offerta è sopravvalutato, riusciranno invece ad ottenere tutti i titoli richiesti, pagati però più del loro valore effettivo; questo accade perché gli investitori informati non hanno domandato titoli e quindi la domanda è scarsa. Gli investitori poco informati parteciperanno soltanto se il prezzo è abbastanza basso da compensare questo svantaggio, e spesso la società emittente e l'*underwriter* hanno tutto l'interesse di far

partecipare all'offerta anche questo tipo di investitori per non rischiare che i titoli restino invenduti⁵⁹.

Un'altra possibile spiegazione risponde alla *market feedback hypothesis*, secondo la quale l'underpricing sarebbe indotto per spingere gli investitori a rivelare informazioni utili e veritiere durante la fase di *bookbuilding*, quando cioè il prezzo viene ulteriormente aggiustato sulla base della domanda degli investitori. L'underpricing sarebbe quindi una sorta di remunerazione per gli investitori che hanno rivelato informazioni utili. Nello specifico, maggiormente sono favorevoli le informazioni rivelate, più sarà ampio l'underpricing.

L'effetto *bandwagon* è un'altra possibile spiegazione. Esso consiste nell'influenza che subisce un investitore dal giudizio degli altri investitori. Se per esempio un investitore fosse chiamato per ultimo a giudicare sulla possibilità o meno di acquistare un titolo e vedesse che nessuno o pochi dei precedenti siano propensi all'acquisto, potrebbe a sua volta decidere a sua volta di non acquistare, anche nel caso in cui abbia informazioni favorevoli a disposizione, perché negativamente influenzato dal giudizio altrui. L'emittente potrebbe quindi essere indotto a sottovalutare l'azione per spingere i primi potenziali acquirenti ad acquistare, generando un effetto *bandwagon* positivo ed inducendo tutti gli altri ad acquistare a loro volta.

Un'altra spiegazione è data dalla *signalling hypothesis*, secondo la quale le IPO caratterizzate da underpricing lascerebbero un buon ricordo della società negli investitori, società che può così "strappare" un prezzo maggiore di quello che sarebbe stato nelle emissioni successive.

Un'ultima possibilità prevede che la società emittente possa volutamente sottovalutare le azioni con il fine di generare un eccesso della domanda e di avere un grande numero di piccoli azionisti. La dispersione delle azioni consentirebbe così sia di aumentare la liquidità del titolo sia di rendere più difficile agli azionisti contrastare il management, essendo le azioni diluite tra una larga platea di investitori

L'altra faccia dell'underpricing è rappresentata dal cosiddetto "denaro lasciato sul tavolo" (*money left on the table*), che è pari all'underpricing per azione moltiplicato per il

⁵⁹ RITTER JAY, IBBOTSON ROGER, SINDELAR JODY (1994), Initial Public Offerings, pubblicato originariamente nel "Journal of Applied Corporate Finance", ripubblicato, con modifiche, nel "Contemporary Finance Digest" nel 1998

numero di azioni offerte. Questa misura rappresenta la quantità di denaro che i vecchi azionisti della società emittente avrebbero potuto guadagnare in aggiunta dall'emissione delle azioni, denaro che però è "rimasto sul tavolo" a causa del minor prezzo dell'azione rispetto alla valutazione del mercato, data dal prezzo del titolo al termine della prima giornata di contrattazione.

Tornando allo studio condotto da Ariff, Prasad e Vozikis, i tre si chiesero, premettendo che oramai l'*underpricing* fosse un fenomeno generalmente comprovato nelle IPO, se questo si verificasse anche nelle IPO a scopo di privatizzazione, considerate dai tre una categoria a parte, essendo caratterizzate da obiettivi di finanza pubblica assenti nelle prime quotazioni di imprese già in mano privata. I tre inoltre, nella parte iniziale dello scritto, ipotizzano che nelle IPO delle GLC l'*underpricing* potesse essere inferiore a quello riscontrato in tutte le altre IPO, perché il fenomeno è generalmente legato alla scarsità di informazioni e all'incertezza, informazioni che sono meno abbondanti per le imprese meno conosciute, e maggiormente disponibili per le GLC, essendo in generale società grandi e conosciute anche presso il grande pubblico. Lo studio prende come campione 70 IPO avvenute tra Regno Unito, Singapore e Malaysia tra il 1979 e il 1992, e da esso si evince non solo che le IPO a scopo di privatizzazione nei tre paesi presentano *underpricing*, ma anche che questo risulta essere maggiore di quello in media riscontrato in ciascuno dei tre paesi⁶⁰. I tre non sono i soli ad aver dimostrato la tesi secondo la quale le emissioni di azioni di ex-società pubbliche privatizzate siano caratterizzate da un maggiore *underpricing* rispetto alle IPO di società già private. Megginson e Netter infatti già nel 2000 compendiarono in un loro studio, peraltro molto ampio e che tocca molteplici aspetti delle privatizzazioni, i risultati di alcuni studi precedentemente effettuati, alcuni con riferimento a privatizzazioni avvenute in una singola nazione, altri riferiti invece ad un campione di privatizzazioni avvenute in più paesi, proprio come descritto da Ariff, Prasad e Vozikis⁶¹. Tra questi studi citiamo quello portato avanti da Menyah e Paudyal (1996), i quali studiarono i livelli medi di *underpricing* riscontrati su 115 IPO avvenute sul London Stock Exchange tra il 1981 e il 1991, delle quali 75 erano di imprese già private e 40 di imprese privatizzate. Ebbene, il livello medio di *underpricing* per queste ultime è pari addirittura al

⁶⁰ ARIFF MOHAMED, PRASAD DEV, VOZIKIS GEORGE (2006), Are government-linked IPOs underpriced? A three country privatization effort comparison, *Journal of Small Business Management*

⁶¹ MEGGINSON WILLIAM, NETTER JEFFRY (2000), From state to market: a survey of empirical studies on privatization, *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 2 (Jun., 2001), pp. 321-389

39,6%, contro un ben più modesto 3,5% per le imprese già private al momento della quotazione. Paudyal, Saadouni e Briston (1998) hanno condotto un simile studio per le IPO in Malesia, dal quale è emerso un *underpricing* medio per le privatizzate pari al 103,5% contro il 52,5% per le società già private. Agli studi precedentemente citati se ne oppongono tuttavia un paio, condotti entrambi nel 2000 da Jelic e Briston, con riferimento al mercato polacco e a quello ungherese, dai quali non emerge una differenza significativa dell'*underpricing* nei due tipi di IPO. Degli studi che invece hanno preso in considerazione diverse IPO in molteplici mercati, citiamo uno dei più significativi, condotto da Ljungqvist, Jenkinson e Wilhelm (2000) che studiarono l'*underpricing* in 2051 IPO in 61 paesi avvenute tra il 1992 e il 1999, delle quali 185 erano di società privatizzate, scoprendo come questo fosse significativamente maggiore in queste ultime.

Analoghi studi sono stati condotti per studiare la performance nel lungo periodo (in genere un anno, tre anni e cinque anni) delle azioni di società privatizzate e quotate sui mercati regolamentati rispetto a quelle delle società già private e soggette ad IPO. Megginson e Netter (2000) notano come innanzitutto esista un acceso dibattito in letteratura su come costruire le statistiche e calcolare i rendimenti di lungo periodo; aggiungono tuttavia che, nonostante le diverse modalità di calcolo e nonostante il fatto che gli studi si focalizzino su diversi mercati, la maggior parte di questi giungono alla stessa conclusione. Tra questi citiamo Choi, Nam e Ryu (2000) che hanno trovato rendimenti *market-adjusted* significativamente positivi per le società privatizzate a un anno, a tre anni e a cinque anni; lo studio ha preso in considerazione ben 204 PIPO (*privatized initial public offering*) in 37 nazioni diverse tra il 1977 e il 1997. Alla stessa conclusione sono giunti in uno studio simile Megginson, Netter, Nash e Schwartz (2000), così come Dewenter e Malatesta (2000), che invece si sono concentrati su Regno Unito, Polonia ed Ungheria. La conclusione alla quale giungono dunque la maggior parte degli studi in tal senso è che i ritorni ottenuti dall'investimento in azioni di società privatizzate sono significativamente maggiori di quelli dei *benchmark* di mercato corrispondenti. Non manca tuttavia qualche eccezione, come quella rappresentata in un loro studio da Aggarwal, Leal ed Hernandez (1993), i quali hanno riscontrato rendimenti *market-adjusted* significativamente negativi per 9 PIPO sul mercato cileno. Lo studio riguarda però un contesto molto ristretto come quello del mercato cileno e un numero oltretutto molto esiguo di casi studiati, per questo motivo non può mettere in dubbio le conclusioni tratte dagli altri studi citati.

Nel capitolo precedente si era parlato di come un obiettivo delle privatizzazioni degli anni Novanta fosse quello di favorire lo sviluppo del mercato azionario italiano. Nicodano, Bortolotti e Schindele (2007) hanno condotto uno studio molto interessante a riguardo, cercando di capire se le IPO con scopo di privatizzazione effettuate in 19 paesi sviluppati abbiano favorito lo sviluppo dei rispettivi mercati azionari, incrementandone la liquidità. Lo studio mostra come il *turnover ratio*, dato dalla frazione tra il valore totale nelle contrattazioni e il valore totale del mercato, e che rappresenta quindi una misura della quantità degli scambi e quindi della liquidità, sia cresciuto in praticamente tutti i paesi che hanno effettuato IPO a scopo di privatizzazione; lo studio mostra anche come l'illiquidità del mercato, definita come il rapporto tra il ritorno medio assoluto sull'indice di mercato e il *turnover share*, sia al contrario diminuita. Tutto ciò è dovuto probabilmente al fatto che tramite la quotazione di società privatizzate è possibile negoziare azioni di nuove società; incrementandosi a questo punto la possibilità di diversificazione per gli investitori esteri, questi ultimi sono più propensi ad investire in azioni di società privatizzate, abbassando il rischio complessivo sopportato dagli investitori domestici. L'effetto finale è la riduzione del *risk premium* richiesto e l'aumento della liquidità. È questo il cosiddetto effetto *spillover* per la liquidità delle azioni delle società private generato dalla quotazione delle società privatizzate⁶². Lo sviluppo dei mercati azionari generato dalle IPO a scopo di privatizzazioni era stato peraltro già evidenziato da Megginson e Bouchkova (2000) che in una tabella contenuta in un loro studio mettono in risalto come molto spesso le società con la maggiore capitalizzazione di mercato per ogni nazione all'epoca fossero società privatizzate: questo accadeva nel Regno Unito con BP Amoco, in Giappone con Nippon Telegraph & Telephone, in Germania con Deutsche Telekom, in Francia con France Telecom, in Italia con Telecom Italia, in Australia con Telstra, in Spagna con Telefonica, in Messico con Telefonos de Mexico, a Singapore con Singapore Telecommunications, in Cina con China Telecom, in Russia con Gazprom e nella Corea del Sud con Korea Electric Power⁶³. Perotti e van Oijen (1999) hanno infine dimostrato come le IPO a scopo di

⁶² NICODANO GIOVANNA, BORTOLOTTI BERNARDO, SCHINDELE IBOLYA, Privatization and stock market liquidity, *Journal of Banking & Finance*, Vol.31(2), pp.297-316, 2007.

⁶³ MEGGINSON WILLIAM, BOUTCHKOVA MARIA, The impact of privatization on capital market development and individual share ownership, For presentation at: The Third FIBV Global Emerging Markets Conference & Exhibition, Federation of International Stock Exchanges, Istanbul, Turkey, April 2000 & The Thirteenth Plenary.

privatizzazione favoriscano lo sviluppo dei mercati azionari nei paesi emergenti. I due studiosi spiegano il fenomeno tramite la riduzione dei rischi politici che una robusta politica di privatizzazioni riesce a generare; diminuirebbero infatti le incertezze a livello politico e legislativo che frenano lo sviluppo dei mercati azionari emergenti, poiché di fronte a tali incertezze gli investitori internazionali preferiscono investire altrove⁶⁴.

Session of the Advisory Group on Privatisation, Organization for Economic Cooperation & Development, Paris, France, September 1999

⁶⁴ PEROTTI ENRICO, VAN OIJEN PIETER, Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies, *Journal of International Money and Finance*, vol. 20, issue 1, pp. 43-69, 2001

3.5 Conclusioni

Tramite IPO una società decide di effettuare un “salto di qualità” passando dall’essere un’impresa chiusa agli investimenti esterni in capitale di rischio e spesso sconosciuta ai più, all’essere un’impresa maggiormente rinomata, specie in un mercato piccolo come quello italiano, e sottoposta alla stretta attenzione di analisti finanziari e investitori, spesso guadagnandone in termini di efficienza e trasparenza dei processi aziendali, sottoposti a una stretta regolamentazione della normativa e a uno stringente controllo della Consob. I costi dell’operazione sono certamente rilevanti, ma se effettuata nel momento corretto e con raziocinio, può rivelarsi certamente positiva per la società, apportando benefici molto rilevanti come la diminuzione del costo del finanziamento e una maggiore reputazione per la società e per il suo brand.

Le IPO a scopo di privatizzazione sono state infine uno strumento molto utilizzato specie in Italia, dove il mercato borsistico ne ha guadagnato in termini di dimensioni ed efficienza, essendo alcune tra le maggiori società per capitalizzazione di mercato provenienti dalla quotazione di ex-impresе pubbliche. Tale tesi è stata poi confermata da diversi studi empirici in materia, che hanno dimostrato anche l’aumento in termini di efficienza e di liquidità dei mercati azionari, sia nei paesi dove questi erano già sviluppati sia in quelli nei quali lo erano meno. Un altro filone di studi empirici sulle IPO a scopo di privatizzazione ha confermato poi non solo che queste sono soggette ad *underpricing* come tutte le altre IPO, ma anche che tale *underpricing* è, molto spesso, significativamente superiore a quello delle IPO tradizionali. Infine evidenze empiriche hanno dimostrato che la *performance* dei titoli delle società appena privatizzate è significativamente superiore a quella dei rispettivi *benchmark* di mercato.

4. L'IPO di Poste Italiane

4.1. Introduzione

Nel presente capitolo è esposto un caso concreto di IPO con finalità di privatizzazione della società, ossia la quotazione sull'MTA di Poste Italiane S.p.A., avvenuta il 27 ottobre 2015, a seguito di un'offerta pubblica di vendita riguardante 453 milioni di azioni ordinarie della società, pari al 34,7% del capitale. Le azioni erano poste in vendita dall'azionista Ministero dell'Economia e delle Finanze, che dismetteva così un'ampia partecipazione della società, pur mantenendone il controllo, e ne ricavava un controvalore complessivo superiore ai 3 miliardi di Euro. Il capitolo si divide in tre paragrafi: nel primo si espone la storia societaria, a partire dalla nascita durante il Regno d'Italia, come servizio postale nazionale, fino agli ultimi sviluppi e alla diversificazione del business nei settori assicurativi e del pubblico risparmio; saranno all'uopo analizzati nel dettaglio i vari settori nei quali la società è impegnata, mettendo in risalto la grandezza di ogni mercato e la situazione competitiva all'interno di essi. I dati presenti in quest'analisi sono tratti dal Prospetto Informativo redatto per la quotazione in borsa, al fine di dare un'immagine della società il più veritiera e vicina possibile a quella che aveva al momento della quotazione, nel 2015. Nel secondo paragrafo si espone il processo di quotazione, ricostruito con l'ausilio degli articoli di giornale del tempo, e si riassumono gli aspetti salienti dell'offerta globale, con riferimento anche ai suoi risultati. Nel terzo paragrafo si evidenzia l'andamento del prezzo dell'azione dal momento della quotazione fino a quello in cui si scrive (10 luglio 2017); si parla inoltre dei maggiori eventi societari a partire dalla quotazione in borsa, in special modo dei risultati di gestione derivanti dai primi due bilanci di esercizio post-quotazione.

4.2. Storia societaria e attività svolte

Poste Italiane S.p.A. ha cominciato la sua vita da società privata il 28 febbraio 1998, quando fu trasformata in Società per Azioni, ai sensi della delibera n.244 del 18 dicembre 1997 del Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica. L'ente subì così una cosiddetta privatizzazione formale, mutando veste da ente pubblico economico, forma giuridica che ebbe a partire dal 1994, a Società per Azioni. La cosiddetta privatizzazione sostanziale avrà invece luogo soltanto nel 2015 con l'IPO e la quotazione in borsa; lo Stato tuttavia manterrà una parte significativa delle partecipazioni al fine di conservare il controllo della società.

L'ente ha tuttavia una storia ben più longeva, fu istituito infatti nel 1862 con la Legge n.604 del 5 maggio 1862, all'indomani dell'unificazione italiana, avvenuta il 17 marzo 1861, al fine di dotare il neonato Regno d'Italia di un servizio postale pubblico nazionale, grazie anche all'istituzione della tariffa unica per tutto il territorio nazionale, introdotta con l'adozione del francobollo. Sempre nel 1862 fu poi introdotto il vaglia postale, che fu il primo servizio finanziario offerto ai cittadini italiani. Nel 1875 le Poste cominciarono a svolgere il servizio di raccolta del pubblico risparmio tramite l'istituzione delle Casse di Risparmio Postale che dal 1876 iniziarono l'emissione dei primi libretti postali. Nel 1881 fu poi istituito un servizio pubblico nazionale di consegna pacchi, che in precedenza veniva svolto da privati tramite treni, piroscafi e diligence; nel 1883 le lettere e i pacchi furono cominciati ad essere recapitati a domicilio, mentre in precedenza le lettere venivano solo di rado recapitate a domicilio e i pacchi venivano recapitati solamente nelle grandi città e nelle località balneari e termali.

Una prima grande rivoluzione tecnologica della comunicazione di massa si ebbe con l'invenzione del telegrafo, a seguito della quale fu possibile comunicare a distanze fino ad allora inimmaginabili. Poste Italiane avviò così la costruzione di rete telegrafica a livello nazionale, a seguito del Regio Decreto 10 marzo 1889 n. 5973. Nel 1899 fu istituito il Ministero delle Poste e Telegrafi, che fu scorporato dal Ministero dei Lavori Pubblici; furono inoltre introdotti nuovi servizi come l'espresso e il pagamento in contrassegno. Nel 1917 nacque la posta aerea, che fu molto usata in tempo di guerra per comunicare con le colonie, e il servizio di conto corrente postale, che permise di svolgere ai correntisti operazioni di deposito e prelievo di capitale. Durante il ventennio fascista ci fu un forte

impulso alla costruzione di edifici adibiti ad Ufficio Postale di grande pregio architettonico, uno su tutti quello realizzato tra il 1939 e il 1942 a viale Beethoven a Roma, nel quartiere dell'EUR.

Nel secondo dopoguerra Poste Italiane svolse un ruolo fondamentale nella ricostruzione; grazie alle ingenti somme raccolte tramite libretti e buoni postali infatti, lo Stato finanziò la costruzione di numerose opere pubbliche come impianti postali e telegrafici, linee ferroviarie, acquedotti, aeroporti, scuole ed università. Fu inoltre introdotto il telex, utilizzato nelle comunicazioni d'affari. Negli Anni Sessanta fu avviata una nuova rivoluzione tecnologica del servizio, dettata principalmente dall'aumentato volume della concorrenza, e che portò all'introduzione, nel 1967, del codice di avviamento postale e alla sostituzione delle cassette postali con le bollatrici elettromeccaniche, con i casellari meccanizzati e con i nastri trasportatori. Successivamente furono realizzate una rete di Centri di Meccanizzazione Postale per la lavorazione di corrispondenza e pacchi e una rete di Centri di Elaborazione Dati per i servizi finanziari.

A cavallo tra i due secoli Poste Italiane, appena trasformata in S.p.A. cominciò una politica di diversificazione allargando i propri business. Nel 1999 venne costituita la Divisione BancoPosta, che ebbe il compito di gestire il ramo dell'offerta di prodotti finanziari, che in quegli anni furono significativamente ampliati proprio in ossequio alla strategia di diversificazione che venne portata avanti; furono introdotte carte prepagate come PostePay, Libretti Postali, Buoni Fruttiferi Postali e fu anche costituita BancoPosta Fondi SGR, per lo svolgimento dell'attività del risparmio gestito. Poste Italiane cominciò poi a svolgere attività assicurativa inizialmente nel Ramo Vita tramite Poste Vita, costituita nel 1999, e successivamente nel Ramo Danni, tramite la costituzione, nel 2010, di Poste Assicura, controllata interamente da Poste Vita.

Oltre i due principali rami di sviluppo, ossia quello finanziario e quello assicurativo, furono avviate attività in alcuni altri settori: progettazione e sviluppo di soluzioni tecnologiche multicanale, tramite la costituzione, nel 1999, di Postecom; l'*e-commerce*, tramite la società Poste Shop; il trasporto di merci e passeggeri, tramite l'acquisizione di Mistral Air; la telefonia mobile, con la fondazione, nel 2007, di PosteMobile; Poste Italiane controlla infine il 100% di SDA Express Courier S.p.A., società che opera nel settore del corriere espresso. Nello schema sottostante sono riassunte le società facenti parte del gruppo al momento della quotazione in borsa (figura 8).

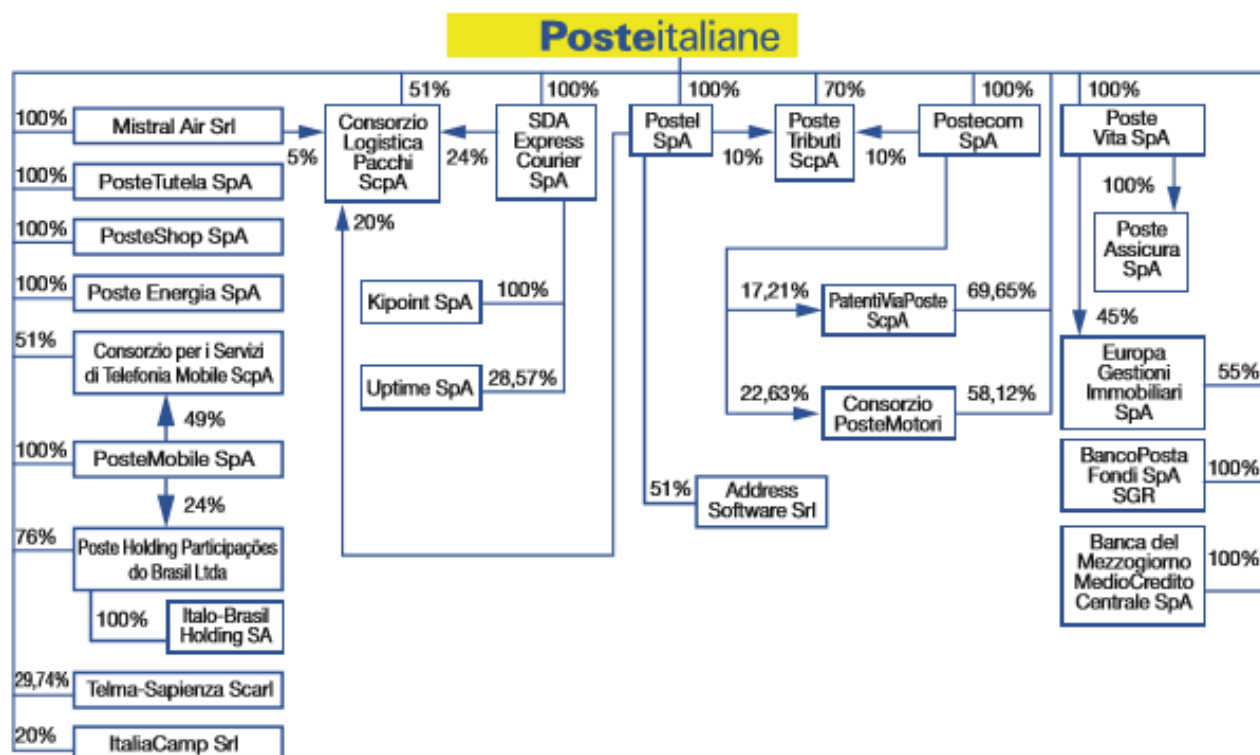


Figura 5⁶⁵

Per analizzare meglio il contributo al fatturato e al risultato operativo di ciascuno dei maggiori settori nei quali Poste Italiane opera, riportiamo alcune tabelle esplicative riportanti dati relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, che evidenziano la percentuale di contribuzione di ciascun settore operativo al totale ricavi del gruppo (figure 4.1 e 4.2) e del risultato netto dal 2013 al 2016 (tabella 4.1).

(Millioni di Euro)	2016	2015	Variazioni	
Servizi Postali e Commerciali	3.822	3.882	(60)	-1,5%
Servizi Finanziari	5.294	5.155	139	2,7%
Servizi Assicurativi e Risparmio Gestito	23.772	21.459	2.313	10,8%
Altri Servizi	224	243	(19)	-7,8%
Ricavi totali	33.112	30.739	2.373	7,7%

Figura 4.1⁶⁶

⁶⁵ Prospetto informativo quotazione Poste Italiane

⁶⁶ Relazione finanziaria annuale 2016 di Poste Italiane

(In milioni di Euro e percentuale sul totale Ricavi)	Esercizio chiuso al 31 dicembre					
	2014	%	2013	%	2012	%
Servizi Postali e Commerciali	4.074	14,3%	4.452	16,9%	4.657	19,3%
Servizi Finanziari	5.358	18,8%	5.390	20,5%	5.312	22,1%
Servizi Assicurativi	18.840	66,1%	16.166	61,6%	13.833	57,5%
Altri servizi	240	0,8%	260	1,0%	267	1,1%
Totale ricavi	28.512	100%	26.268	100%	24.069	100%

Figura 4.2⁶⁷

2016	2015	2014	2013	2012
622 mln	552 mln	212 mln	1005 mln	1032 mln

Tabella 4.1⁶⁸

Le tendenze riscontrabili sono abbastanza nette: si registra innanzitutto un aumento dei ricavi in generale, dai 24.069 milioni di euro del 2012, ai 33.112 milioni di Euro del 2016 (+37,5%); all'aumento dei ricavi è corrisposto un andamento del risultato netto piuttosto altalenante, che ha subito una forte contrazione tra il 2013 e il 2014, ma che ha ripreso a crescere regolarmente tra il 2014 e il 2016. Bisogna poi notare come i ricavi provenienti dal settore assicurativo sono in netta crescita, essendo passati dai 13.833 milioni di Euro del 2012, ai 23.772 milioni di Euro del 2016 (+71,8%)⁶⁹. Al contrario i ricavi derivanti dai servizi commerciali e postali sono in diminuzione, essendo passati dai 4.657 milioni di Euro del 2012, ai 3.822 milioni di Euro del 2016 (-17,9%). Tenzialmente stabili sono invece i ricavi da servizi finanziari dai 5.312 milioni di Euro del 2012 ai 5.294 milioni di Euro del 2016. È quindi evidente che sempre di più la società si sta allontanando dal suo *core business* storico, che è quello della prestazione di servizi di consegna di corrispondenza e pacchi (anche e soprattutto a causa del declino di tale settore, schiacciato ormai dalla posta elettronica e dai servizi web in generale), e sempre di più si sta specializzando nei settori finanziari e soprattutto assicurativi e di gestione del risparmio.

⁶⁷ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.77

⁶⁸ Dati tratti dai vari comunicati ufficiali di Poste Italiane relativi all'approvazione dei bilanci dal 2012 al 2016

⁶⁹ Nel 2015 e nel 2016 sono ricompresi anche i proventi derivanti dal risparmio gestito, che non erano ricompresi fino al 2014. La tendenza del dato è comunque chiaramente al rialzo

Ulteriore segno dell'assoluta prevalenza dell'attività assicurativa su tutti gli altri business è quello che la società è ricompresa nel *super sector* delle assicurazioni sull'MTA.

Passiamo adesso a vedere nel dettaglio i business nei quali è coinvolta Poste Italiane S.p.A. e la situazione dei rispettivi mercati. Il business storico della società, anche se non è più attualmente la maggiore fonte di ricavi, è quello della consegna della corrispondenza e dei pacchi. Alla società è affidato in esclusiva il Servizio Postale Universale in Italia, che consiste in un insieme di prestazioni fornite dalla società in modo permanente in tutto il territorio nazionale con una qualità definita a priori e con un costo accessibile a tutti⁷⁰. Tra la corrispondenza rientrano la consegna di Posta Indescritta⁷¹, Posta Descritta⁷² e della Posta Commerciale⁷³ e i servizi integrati, che nascono dalla possibilità di sfruttare la piattaforma di Poste Italiane per creare offerte personalizzate per specifici segmenti di clientela⁷⁴; nel settore corrispondenza rientra in ultimo la filatelia⁷⁵. Il settore pacchi ricomprende invece l'insieme di servizi che Poste Italiane deve svolgere all'interno del Servizio Postale Nazionale e l'offerta di prodotti di corriere espresso commercializzati tramite la controllata SDA

Per quanto riguarda il contesto competitivo, il settore della corrispondenza è stato liberalizzato nel 2011, ma lo Stato italiano ha comunque affidato in esclusiva, come già ricordato, la fornitura del Servizio Postale Universale fino al 2026. Il mercato, nonostante la liberalizzazione, risulta ancora totalmente dominato (al 2014) da Poste Italiane, con una quota di mercato pari al 90%⁷⁶. Nella figura sottostante sono riportati i principali concorrenti di Poste Italiane, tra i quali spicca Nexive, controllata dalla società postale olandese PostNL (figura 4.3).

⁷⁰ Tra le attività sono ricomprese: i) la raccolta, il trasporto, lo smistamento ed il recapito al domicilio del destinatario degli invii postali fino a 2 kg di peso; ii) la raccolta, il trasporto, lo smistamento e il recapito dei pacchi postali fino a 20 kg di peso; iii) i servizi relativi agli invii postali raccomandati e assicurati. Negli invii postali universali sono compresi sia quelli nazionali, sia quelli diretti o provenienti dall'estero.

⁷¹ Rientrano in essa la Posta Prioritaria e la Posta Massiva

⁷² Rientrano in essa la Raccomandata, l'Assicurata e l'atto giudiziario

⁷³ Comprende il *direct mailing* e i servizi di recapito di posta non indirizzata per invii all'interno di specifiche zone geografiche con messaggi di contenuto commerciale, pubblicitario, promozionale o informativo.

⁷⁴ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag. 216

⁷⁵ Ricomprende vendita e distribuzione di prodotti come francobolli, cartoline, biglietti postali da collezione e buste con annullo filatelico, nonché prodotti per collezionisti filatelici.

⁷⁶ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.311. Fonte: elaborazioni dell'Emittente sui bilanci degli operatori del settore e dati interni. Quota basata sui ricavi. Non include le compensazioni per il Servizio Postale Universale, i sussidi elettorali e i ricavi del *printing* e *document management*.

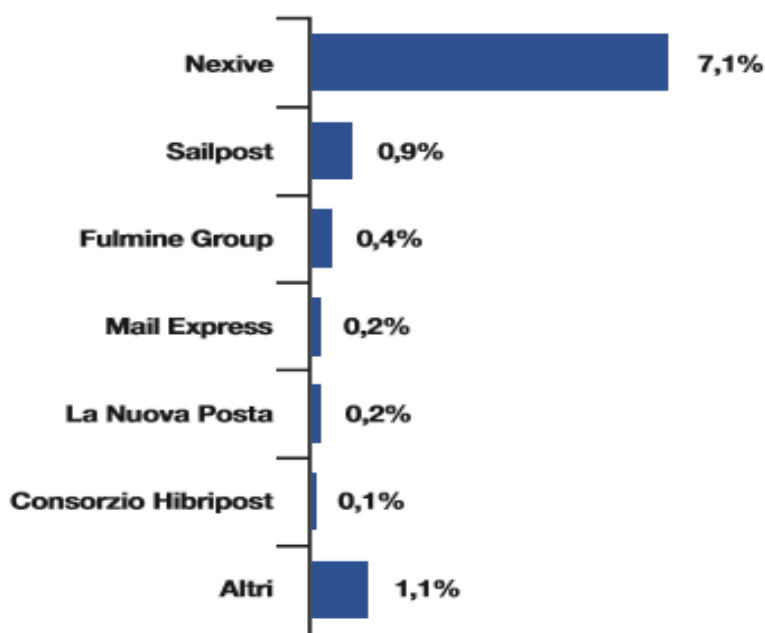


Figura 4.3⁷⁷

Il mercato corrispondenza risulta in continua contrazione sia in termini di invii sia di ricavi generati. Il volume di invii totale in Italia è infatti calato dai 4,5 miliardi del 2012 ai 3,8 miliardi del 2014⁷⁸, mentre i ricavi totali sono scesi da 3,8 miliardi di Euro (2012) a 3,2 miliardi di Euro (2014)⁷⁹.

Il settore pacchi risulta anch'esso molto concentrato, anche se in misura minore rispetto a quello della corrispondenza. Qui i quattro operatori principali controllano il 70% del mercato, mentre i primi otto operatori arrivano a controllare addirittura il 95,5% del mercato. I principali concorrente di Poste Italiane-SDA sono BRT (ex Bartolini), GLS, UPS, DHL, TNT. La figura sotto riassume la situazione competitiva del settore (fig. 4.4).

⁷⁷ Vedi nota precedente

⁷⁸ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.311. I dati sono tratti dai bilanci e dalle stime dell'emittente.

⁷⁹ Vedi nota precedente

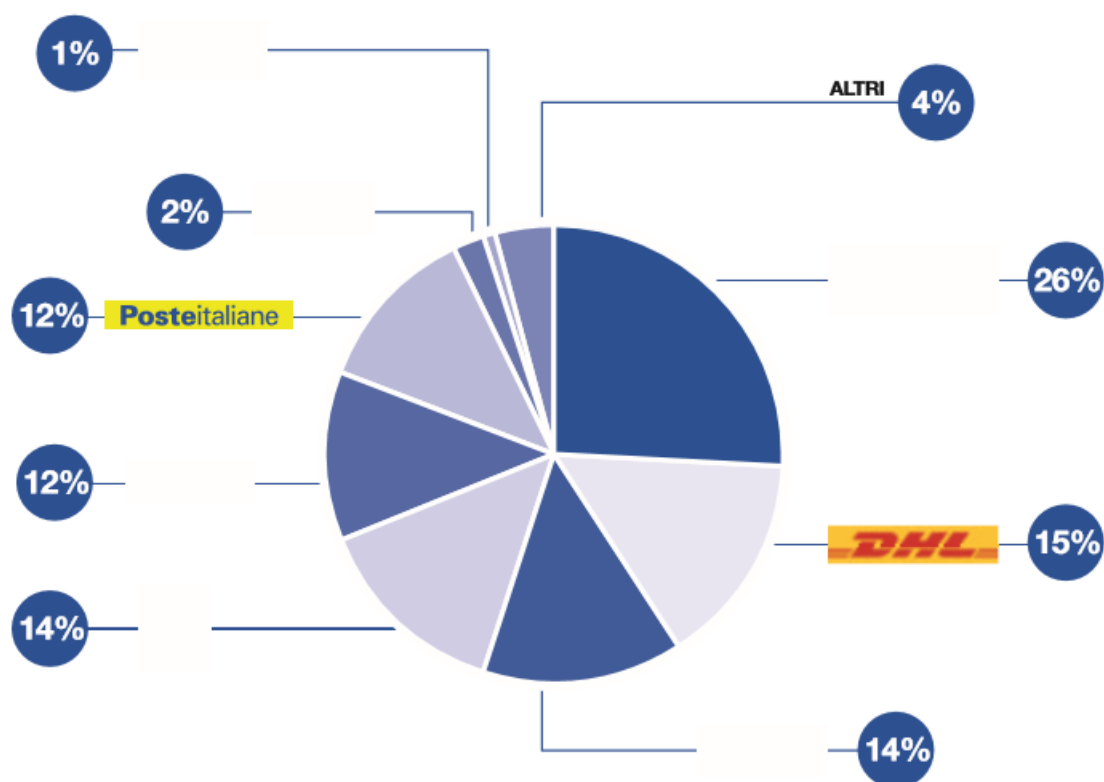


Figura 4.4⁸⁰

Il mercato dei pacchi e dei servizi di corriere espresso risulta essere in crescita grazie soprattutto alla crescita dell'e-commerce e alle consegne *last-mile*. La crescita è stata del 3,4% annuo tra il 2012 e il 2014, il Prospetto prevedeva poi una crescita del 2,2% annuo tra il 2014 e il 2019.

Il secondo settore nel quale Poste Italiane è coinvolto è quello della prestazione di servizi finanziari, i quali vengono prevalentemente forniti tramite il patrimonio destinato BancoPosta, ma anche attraverso la controllata BancoPosta Fondi SGR, che si occupa di gestione di fondi comuni di investimento e di gestione di portafogli individuali, e attraverso Banca del Mezzogiorno. I servizi offerti da BancoPosta comprendono: la gestione della liquidità raccolta da clientela privata e pubblica e relativi impieghi, svolta prevalentemente tramite lo strumento del conto corrente, con l'ausilio di alcuni altri strumenti aggiuntivi, come prelievi, versamenti e pagamenti tramite carte di credito o di debito, emissione di

⁸⁰ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.312. Fonte: Cerved – Databank, "SMART-Trasporto Espresso", giugno 2015.

assegni, servizi di *home banking*. La raccolta del risparmio postale, servizio storicamente offerto da Poste Italiane, attraverso strumenti come i Libretti Postali, emessi da Cassa depositi e prestiti (società controllata al 100% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e che controlla a sua volta il 35% di Poste Italiane), garantiti dallo Stato italiano ed emessi in esclusiva da Poste Italiane, e i Buoni Fruttiferi Postali, che hanno le stesse peculiarità dei Libretti Postali e in più possono essere rimborsati in ogni momento senza nessun costo per l'investitore; i due strumenti garantiscono poi un rendimento minimo all'investitore. Sono poi offerti servizi di incasso e pagamento tramite bollettino postale, che può essere usato per effettuare versamenti a favore di terzi su conto corrente postale, e tramite il vaglia postale, strumento di pagamento affidabile e largamente usato, tramite il quale è possibile effettuare pagamenti anche a favore di chi non è titolare di conto corrente bancario o postale. Poste Italiane colloca poi diversi tipi di prodotti finanziari, come titoli obbligazionari, quote dei fondi d'investimento gestiti da BancoPosta Fondi SGR, *certificates*, prodotti di finanziamento, molti di questi emessi da società controllate o da terzi autorizzati. Per ultimo Poste Italiane offre una serie di servizi di pagamento elettronico come Postepay o Postamat.

Nella figura sotto sono riportati gli stock di risparmio raccolti da Poste Italiane e dai competitor negli anni precedenti la quotazione (2012-2014) (figura 4.5).

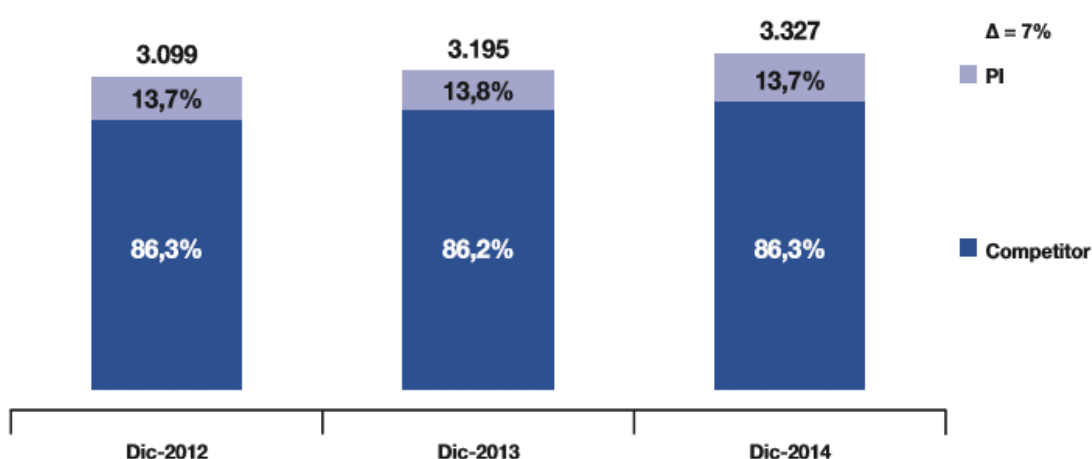


Figura 4.5⁸¹

⁸¹ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.324

Per quanto riguarda nello specifico il mercato del risparmio gestito, Poste Italiane era, al momento della quotazione, al quarto posto, dietro solamente a giganti del settore che insieme controllano il 55% del mercato (figura 4.6). Negli ultimi anni il mercato del risparmio gestito ha avuto un'espansione dovuta soprattutto alla diminuzione dei tassi di interesse e di conseguenza alla perdita di redditività di strumenti come i titoli di Stato e i bond tradizionalmente detenuti dalle famiglie italiane, che sempre di più invece si stanno affidate al risparmio gestito per ottenere rendimenti più alti.

Dicembre 2014 – (Milioni di Euro)		% su totale
1	GRUPPO GENERALI	26,9
2	GRUPPO INTESA SANPAOLO	19,8
3	PIONEER INVESTMENTS – Gr. UNICREDIT	8,3
4	POSTE ITALIANE (BancoPosta Fondi SGR)	3,8
5	ANIMA HOLDING	3,7
6	ALLIANZ	2,8
7	GRUPPO UBI BANCA	2,5
8	GRUPPO MEDIOLANUM	2,5
9	GRUPPO BANCO POPOLARE	2,0
10	AMUNDI GROUP	2,0
11	Altri	25,7
Totale		100,0

Figura 4.6⁸²

Poste Italiane svolge poi attività nel settore assicurativo: nel 1999 venne fondata Poste Vita, attiva nel segmento vita, in particolar modo nel ramo I, ossia le assicurazioni sulla durata della vita umana, e nel ramo III, ossia i prodotti assicurativi *index* e *unit linked*. Nella tabella sottostante sono riassunti i dati con riferimento alla raccolta relativa al settore vita, costantemente in crescita negli anni precedenti la quotazione (figura 4.7).

Ramo	Raccolta premi esercizio 2012	Raccolta premi esercizio 2013	Raccolta premi esercizio 2014	Raccolta premi primo semestre 2015
<i>Dati espressi in milioni di Euro</i>				
Ramo I	9.392	13.029	14.713	9.302
Ramo III	1.098	79	17	89
Ramo IV	-	1	1	4
Ramo V	27	63	698	54
Totale	10.517	13.172	15.429	9.449

Figura 4.7⁸³

⁸² Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.330

⁸³ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.249

Poste Italiane opera poi nel ramo danni tramite la controllata Poste Assicura, fondata nel 2010 ed abilitata ad operare nei rami: Infortuni e Salute, Responsabilità Civile e Generale, Incendio, Altri Danni ai beni, Assistenza, Tutela Legale e Perdite Pecuniarie (non nel ramo auto dunque). Nei primi anni di vita Poste Assicura ha avuto una crescita di molto superiore a quella del mercato di riferimento, arrivando a quadruplicare i premi raccolti tra il 2010 e il 2014⁸⁴.

Per quanto riguarda la situazione nei mercati di riferimento negli anni pre-quotazione, nel ramo vita si sono avuti due anni di crescita significativa tra il 2012 e il 2014, con la raccolta che è cresciuta da 71,9 miliardi di Euro a 113,7 miliardi di Euro (+29% medio annuo)⁸⁵. Poste Vita al 2014 aveva una quota di mercato pari al 13,6%, dietro soltanto a gruppi come Intesa Sanpaolo e Generali (figura 4.8).

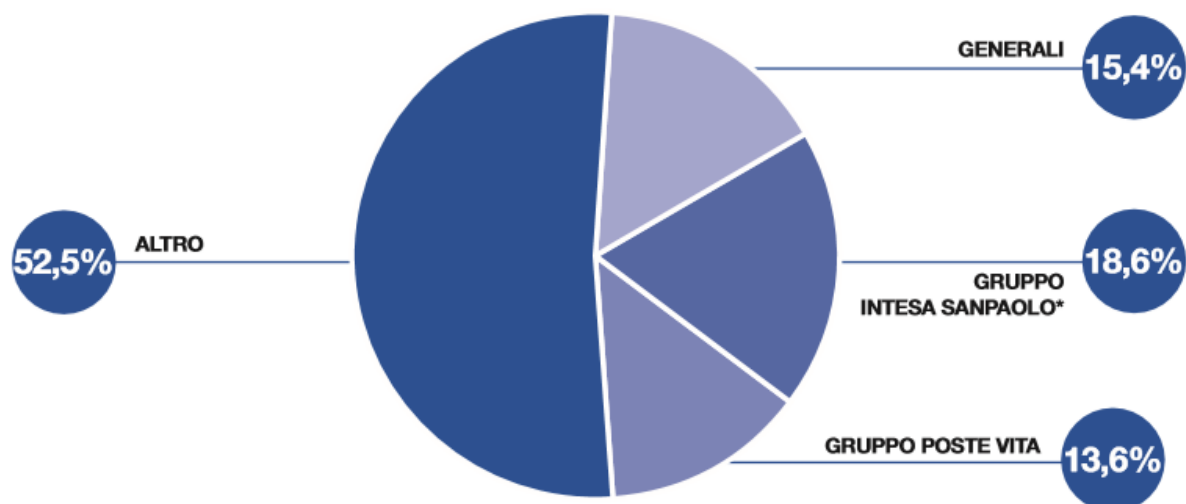


Figura 4.8⁸⁶

Il ramo danni ha invece subito nel suo complesso una contrazione negli anni che precedevano la quotazione, essendo la raccolta dei premi passata dai 40,2 miliardi di Euro del 2010 ai 37,3 miliardi di Euro del 2014; escludendo tuttavia il ramo auto, nel quale Poste Assicura non opera e che da solo vale circa metà del mercato, la situazione risulta assai più stabile, infatti la raccolta si attesta poco sopra i 18 miliardi di euro, in lieve crescita tra il 2012 e il 2014 (figura 4.9).

⁸⁴ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.254

⁸⁵ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.338

⁸⁶ Vedi nota precedente

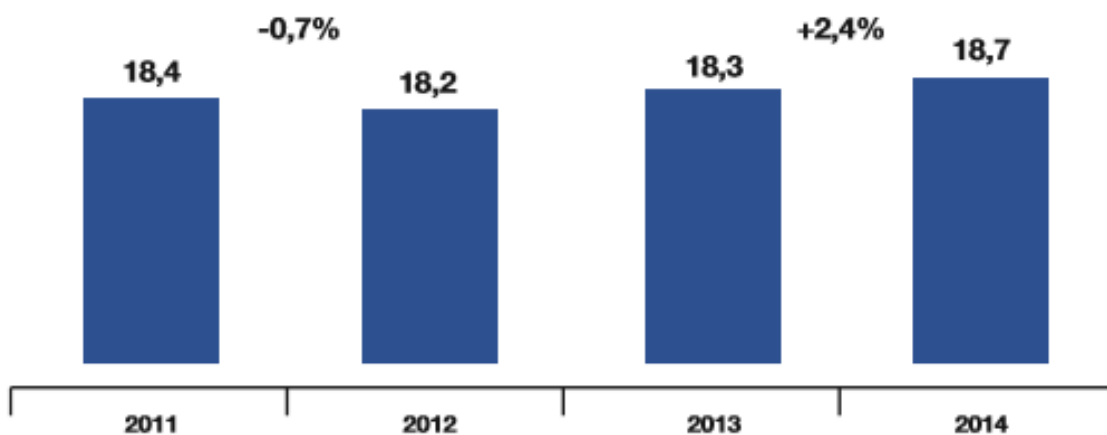


Figura 4.9⁸⁷

La quota di mercato di Poste Assicura sul mercato *bancassurance* (ramo danni, escluso ramo auto) si attestava nel 2014 al 9%, considerando sempre che la società ha iniziato ad operare soltanto nel 2010, con una quota di mercato allora pari al 2%. Il mercato è dominato (2014) da Unipol (23,9%), Generali (17,2%), Allianz (12,3%), che da soli ne controllano più della metà.

4.3. Percorso di quotazione

L'input all'alienazione di circa il 40% delle quote azionarie dello Stato ai privati e alla quotazione in borsa di Poste Italiane è stato dato con il D.P.C.M. del 16 maggio 2014, adottato su proposta del Ministero dell'Economia e delle Finanze di concerto con il Ministero dello Sviluppo Economico; il decreto ha disciplinato l'alienazione di una quota che avrebbe consentito allo Stato di mantenere una partecipazione pari ad almeno il 60% del capitale sociale, alienazione da effettuarsi eventualmente anche in più fasi. Il decreto prevedeva inoltre anche incentivi al fine di favorire la diffusione delle azioni tra i dipendenti e i piccoli investitori.

I global coordinator dell'offerta sono stati Banca IMI S.p.A., Merrill Lynch, Citigroup Global Markets Limited, Mediobanca-Banca di Credito Finanziario S.p.A. ed Unicredit Corporate&Investment Banking. I responsabili per il collocamento sono invece

⁸⁷ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.340

stati Banca IMI S.p.A. ed Unicredit Corporate&Investment Banking. Gli intermediari (*joint bookrunner*) che hanno assistito Poste Italiane nella fase di *bookbuilding* sono stati Banca IMI S.p.A., Merrill Lynch, Citigroup Global Markets Limited, Mediobanca-Banca di Credito Finanziario S.p.A. ed Unicredit Corporate&Investment Banking, Credit Suisse Securities Limited, Goldman Sachs International, J.P. Morgan PLC, Morgan Stanley & Co International PLC e UBS Limited. Lo sponsor dell'operazione è stato Mediobanca, mentre l'advisor finanziario di Poste Italiane è stato Rothschild e l'advisor del MEF è stato Lazard. La società incaricata della revisione legale dei conti, fino al 2019, è PricewaterhouseCoopers.

Passando a fare una sintesi dei momenti che hanno preceduto la quotazione, questa cominciava ad essere ventilata già nel maggio 2015 da Luca Peyrano, all'epoca head of primary markets continental Europe Borsa Italiana, il quale, in un'intervista rilasciata al Sole 24 Ore, parlava della possibile privatizzazione di Poste Italiane come della IPO dell'anno a livello europeo⁸⁸. Notizie più concrete si ebbero a fine luglio dello stesso anno, quando l'allora Amministratore Delegato di Poste Italiane, Francesco Caio, spiegava a Radiocor che in quei giorni si stava intensificando il lavoro per permettere il deposito del Prospetto Informativo in Consob prima della pausa estiva, precisamente entro il 7 agosto 2015. L'allora Ad aveva confermato poi la possibilità di una possibile valutazione della società tra gli 8 e i 10 miliardi di euro e che la quotazione avrebbe riguardato l'intero perimetro della stessa, compresa di Poste Mobile e di Banca del Mezzogiorno, nonostante la società fosse multibusiness⁸⁹. La data del 7 agosto 2015 tuttavia slittò di qualche giorno, come confermò il Presidente di Poste Italiane, Luisa Todini, che, parlando in lungo e in largo della storia e del futuro della società, sempre di meno nel settore dei recapiti, ormai in declino, e sempre di più nei settori, decisamente più redditizi, bancario, del risparmio gestito, ed assicurativo, affermò che il deposito in Consob del Prospetto sarebbe avvenuto tra il 10 ed il 15 agosto 2015. Il Presidente aggiunse poi che la quotazione sarebbe avvenuta molto probabilmente tra fine ottobre e inizio novembre, confermando la clausola statutaria che prevedeva un tetto massimo al possesso azionario al 5%, per evitare la formazione di

⁸⁸ «NEL 2015 A PIAZZA AFFARI 30 IPO», Il Sole 24 Ore, 29 maggio 2015, pag.33

⁸⁹ «POSTE, STRETTA PER IL PROSPETTO AL 7 AGOSTO», Il Sole 24 Ore, 25 luglio 2015, pag.21

partecipazioni che avrebbero dato fastidio all'azionista di controllo⁹⁰. Il prospetto venne depositato l'11 agosto 2015.

A fine settembre 2015 cominciavano poi ad affiorare le prime indiscrezioni sulle caratteristiche dell'offerta, la quale avrebbe riguardato circa il 40% delle azioni, pari a circa 520 milioni di titoli, come indicato dal D.P.C.M. del 16 maggio 2014, che sarebbero state destinate, da quanto emergeva, per il 70% agli investitori istituzionali e per il 30% agli investitori retail; all'interno di questa quota sarebbe stata poi prevista una percentuale da destinare ai dipendenti. La fase di *pre-marketing* iniziò intanto il 28 settembre 2015, con gli analisti del consorzio di collocamento che cominciarono a presentare le ricerche sulla società anche sulla base del piano industriale. Il range di valutazione più probabile rimaneva tra gli 8 e i 10 miliardi di Euro, nonostante la valutazione di Banca IMI che lo spingeva verso l'alto fino a 8,95-11,4 miliardi di Euro⁹¹. In attesa dell'imminente autorizzazione della Consob alla pubblicazione del Prospetto Informativo, Gaetano Micciché, dg di Intesa Sanpaolo, confermava che l'avvio dell'offerta si sarebbe avuto il 12 ottobre 2015, in attesa appunto del giudizio della Consob, ma anche della riunione del comitato per le privatizzazioni che avrebbe definito gli ultimi dettagli dell'offerta, tra cui la politica dei dividendi, ma soprattutto la forchetta di prezzo⁹². L'8 ottobre 2015 arriva finalmente la prima autorizzazione richiesta, ovvero quella di Borsa Italiana di ammissione a quotazione, mentre l'autorizzazione della Consob, attesa per la stessa giornata, tardava ad arrivare, mettendo a rischio la partenza dell'offerta, che era prevista per il 12 ottobre 2015, come era stato stabilito dal Ministero dell'Economia. Il capo della segreteria tecnica del Ministero, Fabrizio Pagano, aveva tuttavia giustificato tali ritardi della Consob, dovuti alla necessità di esaminare nei minimi dettagli il Prospetto Informativo, che conteneva tutte le informazioni rilevanti per la quotazione, in modo particolare la suddivisione dei titoli destinati all'offerta tra gli investitori istituzionali, retail e i dipendenti della società, questi ultimi poco avvezzi ad investimenti rischiosi, e perciò meritevoli di estrema tutela e attenzione da parte della Consob, anche in ragione delle nuove norme introdotte dalla Mifid in tema di sollecitazione al pubblico risparmio; inoltre, aggiungeva Pagano, la Consob aveva spinto al massimo i tempi di istruttoria sul Prospetto – appena due mesi – permettendo

⁹⁰ «PER POSTE ITALIANE IPO TRA FINE OTTOBRE E INIZIO NOVEMBRE», Il Sole 24 Ore, 4 agosto 2015, pag.20

⁹¹ «POSTE, VERTICE AL MEF SULL'OFFERTA», Il Sole 24 Ore, 29 settembre 2015, pag.33

⁹² «POSTE, IL TESORO DECIDE LA FORCHETTA DI PREZZO DELLO SBARCO IN BORSA», Il Sole 24 ore, 7 ottobre 2015, pag.35

di effettuare la privatizzazione in tempi rapidi, giustificando così tale ritardo, solo apparente nei fatti; Pagano infine giustificava la privatizzazione sia per la necessità di ridurre il debito pubblico, sia per il guadagno che ne avrebbe tratto la società dal passaggio di una buona parte delle azioni dalle mani pubbliche a quelle private⁹³. Bisogna tuttavia osservare a tal proposito che la gestione pubblica degli ultimi anni era stata tutt'altro che negativa, con la società che proveniva da diversi anni caratterizzati da un aumento continuo dei ricavi⁹⁴ e soprattutto dalla continua presenza di utili, dovuti principalmente alla capacità del management di saper entrare efficacemente in nuovi settori più redditizi di quello tradizionale. Lo Stato tuttavia non avrebbe, almeno nell'immediato, perso il controllo della società. Per fortuna la tanto agognata autorizzazione da parte della Consob arrivò l'indomani, 9 ottobre 2015, e con essa venivano ufficializzate alcune caratteristiche dell'offerta, come le azioni che vi sarebbero state destinate (il 34,7% del capitale, fino a un massimo del 38,2%, nel caso in cui il Tesoro avesse esercitato integralmente la *greenshoe*⁹⁵), e la fetta destinata ai retail, il 30% dell'offerta. La forchetta di prezzo per azione veniva fissata tra un minimo non vincolante di 6 Euro e un massimo vincolante di 7,5 Euro, consentendo una capitalizzazione della società che sarebbe stata tra i 7,837 miliardi di Euro e i 9,796 miliardi di Euro⁹⁶. Il 12 ottobre 2015 l'offerta poté così avere regolarmente il via, e così anche il *road-show* per gli investitori istituzionali, con l'amministratore delegato Francesco Caio e il Cfo Luigi Ferraris impegnati tra Milano, Londra, Francoforte e Parigi. La settimana successiva sarebbe poi toccato alle piazze statunitensi⁹⁷. Già al secondo giorno di IPO, secondo quanto appreso da Radiocor da fonti di mercato, i risultati apparivano molto incoraggianti: la domanda degli istituzionali aveva infatti già coperto l'offerta di titoli loro destinati, 317 milioni circa, per un prezzo superiore al minimo fissato; ci si avviava così verso la parte alta della forchetta di prezzo, anche in ragione del *dividend yield* previsto al 4% anche in caso di prezzo massimo. Il Tesoro si avviava ad incassare così tra i 2,9 e i 3,7 miliardi di Euro⁹⁸. La forchetta di prezzo è stata

⁹³ «POSTE, OK DI BORSA ALLA QUOTAZIONE», Il Sole 24 Ore, 9 ottobre 2015, pag.37

⁹⁴ Vedi figure 9 e 10

⁹⁵ «Opzione presente in un'offerta (di titoli) istituzionale a favore dei membri del consorzio di collocamento che consente di sottoscrivere un determinato quantitativo di azioni al prezzo di offerta ed entro una certa scadenza». Dal glossario di Borsa Italiana.it

⁹⁶ «POSTE, DALLA CONSOB IL VIA LIBERA ALLA QUOTAZIONE. PREZZO TRA 6 E 7,5 EURO PER AZIONE», Repubblica.it, 9 ottobre 2015

⁹⁷ «POSTE ITALIANE, DOMANI SCATTA LA MAXI-IPO», Il Sole 24 Ore, 11 ottobre 2015, pag.7

⁹⁸ «POSTE, IPO GIÀ COPERTA AL PREZZO MINIMO», Il Sole 24 Ore, 14 ottobre 2015, pag.31

poi ristretta a 6,5-6,75 Euro, fino ad arrivare, il 22 ottobre 2015, alla fissazione del prezzo definitivo a 6,75 Euro, per una capitalizzazione totale di 8,816 miliardi di Euro e un incasso per il tesoro di quasi 3,4 miliardi di Euro, come dichiarato dal ministro Padoan, considerando anche l'utilizzo della *greenshoe*. Alla fine, al prezzo definitivo fissato corrispondevano circa 785 milioni di domande inevase, il che vuol dire che l'offerta al prezzo di 6,75 Euro era stata coperta per più di tre volte, con la giustificazione di voler lasciare il giusto appetito agli investitori istituzionali per poter sostenere il prezzo anche dopo l'inizio delle contrattazioni, fissato per il 27 ottobre 2015. Le domande sono infatti arrivate da 380 investitori, ma solamente 190 di questi hanno visto le loro richieste soddisfatte almeno in parte; altro dato significativo è che di questi 190, appena una decina sono investitori italiani. Gli ordini che sono poi andati a completare il *book* sono stati accuratamente selezionati dal management della società e dai membri del consorzio di collocamento, al fine di privilegiare i fondi di qualità a discapito dei fondi speculativi. Tra i maggiori fondi entrati nel capitale si annoverano i cinesi Cic e Safe, il fondo degli Emirati Arabi Kia, il fondo pensione governativo Norges Bank e poi Amber Capital, Fidelity e il big assoluto Blackrock⁹⁹.

Passando ora a una descrizione più dettagliata dell'offerta globale di vendita, diciamo innanzitutto che si è trattato di un'offerta pubblica di vendita (OPV), non essendo stato previsto nessun contestuale aumento di capitale alla quotazione della società. L'offerta riguardava un ammontare totale di 453 milioni di azioni, messe in vendita dall'azionista venditore, ossia il Ministero dell'Economia e delle Finanze, e si componeva, come già emerso in precedenza, di due tranche: un'offerta pubblica, destinata al pubblico indistinto in Italia e ai dipendenti, pari ad almeno 135.900.000 azioni, ovvero almeno il 30% dell'offerta globale. All'offerta pubblica ovviamente non potevano accedere gli investitori istituzionali, ai quali invece era esclusivamente rivolto il collocamento istituzionale, di massime 317.100.000 azioni, ossia al massimo il 70% dell'offerta globale. All'interno dell'offerta pubblica era prevista poi una tranche rivolta ai dipendenti della società pari ad un massimo di 14.860.700 azioni. Era poi prevista, nell'ambito degli accordi tra l'azionista venditore e i coordinatori dell'offerta globale, l'opzione di prendere in prestito ulteriori 45.300.000 azioni, pari al 10% dell'offerta globale" (l'opzione di "sovracollocazione" od "*over-allotment*"), al fine di una sovrallocazione nell'ambito del collocamento

⁹⁹ «POSTE, I GRANDI FONDI PRONTI A SALIRE», Il Sole 24 Ore, 25 ottobre 2015, pag.19

istituzionale. Era inoltre presente un'opzione *greenshoe* per l'eventuale acquisto da parte dei membri del consorzio di collocamento di un ammontare massimo di 45.300.000 azioni, pari al 10% dell'offerta globale di vendita.

L'offerta pubblica ha avuto inizio il 12 ottobre 2015 alle ore 9:00 e ha avuto fine il 22 ottobre 2015 alle ore 13:30; l'offerta ai dipendenti ha avuto inizio il 12 ottobre 2015 alle ore 9:00 e ha avuto fine il 21 ottobre 2015 alle ore 16:00; il collocamento istituzionale invece ha avuto inizio il 12 ottobre 2015 e ha avuto termine il 22 ottobre 2015. Le domande di adesione all'offerta pubblica dovevano pervenire esclusivamente presso i responsabili del collocamento, e dovevano avere un ammontare minimo pari a 500 azioni (il lotto minimo) e multipli, oppure per quantitativi minimi di 2.000 azioni (il lotto minimo di adesione intermedio) e multipli, oppure per quantitativi minimi di 5.000 azioni (il lotto minimo di adesione maggiorato) e multipli. I dipendenti invece avevano sia la possibilità di aderire all'offerta rivolta al pubblico indistinto, sia la possibilità di aderire all'offerta a loro specificamente rivolta, il cui quantitativo minimo di adesione era pari ad appena 50 azioni (lotto minimo per i dipendenti). Il pagamento delle azioni doveva essere effettuato entro il 27 ottobre 2015 presso il collocatore che aveva ricevuto l'adesione, senza la presenza di commissioni o spese a carico dell'aderente.

Era poi prevista una *bouns share* per tutti coloro che avessero mantenuto senza soluzione di continuità le azioni per un anno a partire dalla data di pagamento, ossia dal 27 ottobre 2015, corrispondente ad 1 azione per ogni 20 azioni assegnate nell'ambito dell'offerta pubblica. La richiesta di attribuzione doveva pervenire entro il 30 novembre 2016 presso il collocatore oppure presso la Monte Titoli S.p.A., e le azioni sarebbero state assegnate entro 30 giorni dal termine di decadenza. La *bonus share* per i dipendenti corrispondeva invece ad 1 azione per ogni 10 azioni assegnate nell'ambito dell'offerta pubblica per i dipendenti fino a concorrenza dei primi due lotti minimi; su tutti gli ulteriori lotti invece era prevista l'attribuzione di 1 azione per ogni 20 azioni possedute.

Era inoltre previsto un accordo di *lock-up* nell'ambito del quale l'azionista venditore e la società si sarebbero impegnati, fino a 180 giorni dalla data di avvio delle negoziazioni, «a non effettuare direttamente o indirettamente operazioni di vendita, atti di disposizione e/o comunque operazioni che abbiano per oggetto e/o per effetto l'attribuzione e/o il trasferimento a terzi, a qualunque titolo e sotto qualsiasi forma, della proprietà o di altro

diritto sulle azioni della Società¹⁰⁰», né a promuovere operazioni di aumento di capitale o di emissione di obbligazioni convertibili in azioni della società.

Nella tabella che segue sono infine riassunte la compagine sociale della società emittente prima dell'offerta e dopo l'offerta in caso di integrale collocamento delle azioni e di integrale esercizio della *greenshoe* (figura 4.10).

Azionista	N. azioni dell'Emittente alla Data del Prospetto		N. Azioni in vendita oggetto dell'Offerta Globale di Vendita	N. azioni dell'Emittente a seguito dell'Offerta Globale di Vendita		Opzione Greenshoe	N. azioni dell'Emittente a seguito dell'Offerta Globale di Vendita ed integrale esercizio dell'Opzione Greenshoe	
	Azioni	%		Azioni	%		Azioni	%
Ministero dell'Economia e delle Finanze	1.306.110.000	100%	453.000.000	853.110.000	65,3%	45.300.000	807.810.000	61,8%
Mercato	–	–		453.000.000	34,7%	–	498.300.000	38,2%
Totale	1.306.110.000	100%	453.000.000	1.306.110.000	100%	45.300.000	1.306.110.000	100%

Figura 4.10¹⁰¹

4.4 La società dopo la quotazione

Conclusasi la fase dell'offerta, il titolo è sbarcato in borsa il 27 ottobre 2015, con l'amministratore delegato Francesco Caio a suonare la campana a Piazza Affari. Il debutto in realtà non si è rivelato entusiasmante per Poste Italiane, con il titolo che dopo essere arrivato in mattinata fino a 6,95 Euro, con il prezzo iniziale fissato a 6,75 Euro, ha chiuso in calo a 6,70 Euro, cedendo lo 0,7%. Il 29 ottobre 2015 il titolo è poi sceso ulteriormente fino a 6,41 Euro. Nei successivi due mesi il titolo sembrava aver tuttavia preso quota, chiudendo la seduta del 5 gennaio 2016 al suo massimo storico, a quota 7,20 Euro. Successivamente però, tra il 29 gennaio 2016 e l'8 febbraio 2016, il prezzo ha subito un vero e proprio shock, passando dai 6,83 ai 5,17 Euro (toccando anche il minimo storico a 4,98), perdendo così in poco più di una settimana il 24,3%. Lo shock è stato tuttavia superato in breve tempo, con il titolo che il 23 marzo 2016 era tornato a 6,77, cioè sopra il prezzo di

¹⁰⁰ Prospetto Informativo quotazione Poste Italiane, pag.941

¹⁰¹ Vedi nota precedente

collocamento. Dopo i primi mesi piuttosto turbolenti, l'andamento si è poi stabilizzato, rimanendo il prezzo quasi sempre tra i 6,5 e i 6 Euro. Il grafico sottostante, tratto dal sito internet di Poste Italiane riassume l'andamento del titolo fino al 10 luglio 2017 (figura 4.11).



Figura 4.11¹⁰²

Nel paragrafo 3.4 avevamo fatto riferimento allo studio condotto da Ariff, Vozikis e Prasad, i quali avevano studiato l'underpricing per le IPO a scopo di privatizzazione e dimostrato empiricamente come questo fosse significativamente maggiore nelle PIPO rispetto alle IPO di società già private¹⁰³. L'*underpricing* può essere calcolato utilizzando la formula sottostante, aggiustata tenendo conto la *performance* dell'indice di mercato:

$$U_{ma} = Ln\left(\frac{P_{i;1}}{P_{i;0}}\right) - Ln\left(\frac{I_1}{I_0}\right)$$

Nella formula P_1 rappresenta il prezzo del titolo al termine della prima giornata di quotazione, mentre P_0 è il prezzo di emissione; nel caso specifico i valori sono rispettivamente pari a 6,70 e 6,75. I rappresenta invece un indice di mercato opportuno per

¹⁰² Figura tratta dal sito web di Poste Italiane S.p.A.

¹⁰³ Cfr. pag. 55

l'azione che si valuta. Nel nostro caso useremo il FTSE MIB, l'indice di mercato che raccoglie le società a capitalizzazione più elevata del mercato borsistico italiano, tra le quali rientra anche Poste Italiane; I_0 è il valore di chiusura del FTSE MIB il 26 ottobre 2015, mentre I_1 è il valore di chiusura il 27 ottobre 2015, primo giorno di quotazione di Poste Italiane; i valori sono rispettivamente pari a 22.629,64 e 22.369,92¹⁰⁴. Applicando la formula, l'*underpricing market-adjusted* dell'azione risulta essere pari allo 0,41%, di molto inferiore a quello riscontrato sul mercato italiano da Ratti e Cherubini tra il 1985 e il 1991¹⁰⁵, pari al 27,1%, ma anche rispetto a quello rilevato da Fabrizio e Samà tra il 1995 e il 1998¹⁰⁶, pari al 7,9%. Considerando inoltre lo studio di Ariff, Vozikis e Prasad, che ha dimostrato come l'*underpricing* per le società privatizzate fosse superiore all'*underpricing* medio, possiamo affermare che il caso Poste Italiane S.p.A., per questo aspetto, va controcorrente rispetto alle scoperte dei tre studiosi, rappresentando dunque un'anomalia.

Sempre nello stesso paragrafo si era parlato di come il rendimento dei titoli di società privatizzate tramite IPO fosse significativamente superiore rispetto a quello dei rispettivi *benchmark* di mercato, come dimostrato da diversi studi empirici. Per verificare se ciò è accaduto anche per il titolo di Poste Italiane S.p.A. confrontiamo il rendimento del titolo con quello del *benchmark* di mercato utilizzando il BHAR (*buy and hold abnormal return*); anche in questo caso useremo il FTSE-MIB come indice di mercato. Le due tabelle sottostanti riassumono i rendimenti mensili rispettivamente del FTSE-MIB (tabella 4.2) e del titolo Poste Italiane (tabella 4.3); nell'ultima riga di ciascuna tabella sono poi riportati i BHR (*buy and hold return*) sia dell'indice di mercato sia del titolo. Il BHR indica il rendimento che si ottiene comprando il titolo al tempo zero e detenendolo per un certo periodo di tempo, nel nostro caso per un anno. I BHR sono stati calcolati tramite la seguente

¹⁰⁴ <https://it.investing.com/indices/it-mib-40-historical-data>

¹⁰⁵ CHERUBINI, U. - RATTI, M.: "Quanto Valgono le Matricole? Teoria ed Analisi Empirica", in Penati, A. (ed) Il rischio azionario e la Borsa, EGEA, Milano, 1991.

¹⁰⁶ Fabrizio S., Samà M., Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'*underpricing* e della long-run underperformance, studi e ricerche Consob n.44, 2001.

formula, dove R sta per il rendimento per un titolo o per un portafoglio di titoli in un certo periodo di tempo, nel nostro caso abbiamo scelto un intervallo mensile¹⁰⁷:

$$BHR_{i,t} = \left[\prod_{t=1}^T (1 + R_{i,t}) \right]$$

Il BHAR indica invece di quanto un titolo ha sovraperformato o sottoperformato il mercato ed è calcolato tramite la seguente formula¹⁰⁸:

$$BHAR_{PST} = BHR_{PST} - BHR_{FTSE}$$

Giorni	Chiusura	
27.10.2015	22.369,92	
27.11.2015	22.575,18	0,009175715
28.12.2015	21.369,15	-0,05342283
27.01.2016	18.848,03	-0,117979424
29.02.2016	17.623,07	-0,064991408
29.03.2016	18.171,86	0,031140431
27.04.2016	18.750,62	0,031849244
27.05.2016	18.186,14	-0,030104605
27.06.2016	15.103,58	-0,16950051
27.07.2016	16.863,01	0,116490925
29.08.2016	16.655,22	-0,012322237
27.09.2016	16.134,71	-0,031252064
27.10.2016	17.426,46	0,080060317
BHR FTSE		-0,220986932

Giorni	Chiusura	Dividendi
27.10.2015	7,5	
27.11.2015	7,05	-0,0600000
28.12.2015	7,1	0,0070922
27.01.2016	6,795	-0,0429577
29.02.2016	6,165	-0,0927152
29.03.2016	6,625	0,0746148
27.04.2016	6,765	0,0211321

¹⁰⁷ Formula tratta dallo studio di: JELIC RANKO, BRISTON RICHARD, AUSSENEGG WOLFGANG, The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies, Journal of Business Finance & Accounting, 30(7) & (8), 2003.

¹⁰⁸ Vedi nota precedente

27.05.2016	6,74	-0,0036955	
27.06.2016	5,805	0,34	-0,0882789
27.07.2016	6,185	0,0654608	
29.08.2016	6,15	-0,0056589	
27.09.2016	6,085	-0,0105691	
27.10.2016	6,185	0,0164339	
BHR PST			-0,07131111

BHAR PST	0,149675823
----------	-------------

Giorni	Chiusura	
27.10.2015	22.369,92	
27.11.2015	22.575,18	0,009175715
28.12.2015	21.369,15	-0,05342283
27.01.2016	18.848,03	-0,117979424
29.02.2016	17.623,07	-0,064991408
29.03.2016	18.171,86	0,031140431
27.04.2016	18.750,62	0,031849244
27.05.2016	18.186,14	-0,030104605
27.06.2016	15.103,58	-0,16950051
27.07.2016	16.863,01	0,116490925
29.08.2016	16.655,22	-0,012322237
27.09.2016	16.134,71	-0,031252064
27.10.2016	17.426,46	0,080060317

Il BHAR di Poste Italiane è positivo e pari al 14,97% circa, ciò sta a significare che nel primo anno di quotazione il titolo ha sovraperformato il *benchmark* di riferimento; ciò è coerente con i risultati empirici dei numerosi studi al paragrafo 3.4¹⁰⁹.

Nel frattempo, il 26 novembre 2015, Poste Italiane annunciava tramite un comunicato l'esercizio dell'opzione *greenshoe* da parte di Mediobanca per un totale di 8.104.008 azioni, ad un prezzo pari a quello di collocamento, 6,75 Euro. L'offerta globale di vendita si concludeva quindi con l'alienazione di complessive 461.104.008 azioni della società, pari a circa il 35,3% del capitale, per un controvalore complessivo di circa 3.112,4 milioni di Euro, al lordo delle commissioni¹¹⁰. Al 30 dicembre 2015 la compagine sociale

¹⁰⁹ Cfr. pag.56

¹¹⁰ Comunicato stampa Poste Italiane, 26 novembre 2015

vedeva dunque il Ministero dell'Economia e delle Finanze detenere il 64,97% delle azioni e il Kuwait Investment Office detenere una partecipazione rilevante pari al 2,06% (figura 4.12)¹¹¹.

Dichiarante ovvero soggetto posto al vertice della catena partecipativa	Azionista Diretto		Quota % su Capitale Volante			Quota % su Capitale Ordinario			Proprietari delle azioni il cui diritto di voto è esercitato dal dichiarante								
	Denominazione	Titolo di Possesso	di cui Senza Voto			di cui Senza Voto			Proprietario	Quota %							
			Quota %	Quota %	il Voto Spetta a Soggetto	Quota %	Quota %	il Voto Spetta a Soggetto		Quota %	Quota %	Su Tot. Capitale di cui s.v.	Su Cap. Ordinarie di cui s.v.	Su Cap. Priv. di cui s.v.	Su Cap. Altre Categorie di cui s.v.		
MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	Proprieta'	64.696	0.000		64.696	0.000										
		Totale	64.696	0.000		64.696	0.000										
	Totale		64.696	0.000		64.696	0.000			0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
KUWAIT INVESTMENT OFFICE (in qualita' di agente del Governo dello Stato del Kuwait)	KUWAIT INVESTMENT OFFICE	Gestione discrezionale del risparmio	2.058	0.000		2.058	0.000		THE GOVERNMENT OF THE STATE OF KUWAIT	2.058	2.058						
		Totale	2.058	0.000		2.058	0.000										
		Totale		2.058	0.000		2.058	0.000			2.058	0.000	2.058	0.000	0.000	0.000	0.000

Figura 4.12

Il 24 maggio 2016 l'assemblea ordinaria dei soci ha approvato il primo bilancio di Poste Italiane da società quotata, che ha presentato un aumento dei ricavi consolidati a 30,7 miliardi di Euro (28,5 miliardi nel 2014) e un aumento degli utili netti consolidati a 552 milioni di Euro (212 milioni nel 2014). Su proposta del Consiglio di Amministrazione, l'assemblea ha inoltre deliberato un dividendo per l'esercizio 2015 pari a 0,34 Euro per azione¹¹².

Il 26 maggio 2016 il 35% delle azioni di Poste Italiane è passato sotto il controllo di Cassa Depositi e Prestiti, dopo essere stato conferito, a costo quasi zero, dal Ministero dell'Economia e delle Finanze; la ragione che da più parti è stata data all'operazione è la valorizzazione di Poste Italiane, maggiore se controllata da Cdp che dal Tesoro, che si avrebbe in vista della messa sul mercato delle azioni residue in mano al Tesoro (il 29,7% del capitale circa)¹¹³. Al 30 giugno 2016 la partecipazione del governo del Kuwait era scesa sotto il 2%.

Il 16 settembre 2016 Poste Italiane conclude un'acquisizione strategica, arrivando a detenere indirettamente, attraverso FSIA investimenti, controllata di Cassa Depositi e Prestiti, il 14,85% di SIA S.p.A., società leader nel settore della monetica, dei pagamenti e dei servizi in rete, accelerando la crescita di Poste Italiane nel settore dei pagamenti digitali,

¹¹¹ Dati tratti dalla sezione del sito Consob relativa alle partecipazioni rilevanti nelle società quotate

¹¹² Comunicato stampa Poste Italiane, 24 maggio 2016

¹¹³ Poste entra nel forziere Cdp: perché e cosa cambia, Corriere Economia.it, 30 maggio 2016

coerentemente con il piano industriale, come dichiarato dall'amministratore delegato Francesco Caio¹¹⁴. Il 30 dicembre 2016 è avvenuta l'assegnazione delle *bonus share*, così come previsto nell'offerta di vendita. Nello specifico, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha messo a disposizione, gratuitamente, 5.483.814 azioni a favore del pubblico indistinto e 251.036 azioni a favore dei dipendenti. A seguito dell'assegnazione, il flottante è salito al 35,74% del capitale¹¹⁵. Il 9 febbraio 2017 Poste Italiane ha ceduto a Invitalia, per 390 milioni di Euro, l'intera partecipazione in Banca del Mezzogiorno-Medio Credito Centrale¹¹⁶. Il 27 aprile 2017 l'Assemblea ordinaria dei soci ha approvato il bilancio 2016, che ha presentato un ulteriore aumento dei ricavi consolidati, pari a 33,1 miliardi di Euro (30,7 miliardi nel 2015), e anche degli utili netti consolidati a 622 milioni di Euro (552 milioni nel 2015). L'EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) è cresciuto dai 1.461 milioni di Euro del 2015 ai 1.461 milioni di Euro del 2016; il ROE lordo (Return On Equity) è passato dal 10,3% del 2015 all'11,9% del 2016. È stato poi deliberato un dividendo per azione pari a 0,39 Euro (0,34 nel 2015)¹¹⁷. L'EPS (Earnings Per Share) è passato da 0,423 Euro del 2015 a 0,476 Euro del 2016. L'Assemblea ha infine nominato il nuovo Consiglio di Amministrazione, il quale il giorno seguente ha nominato come nuovo amministratore delegato Matteo Del Fante, che sostituisce così Francesco Caio.

(Milioni di Euro)	2016	2015
Ricavi totali	33.112	30.739
<i>di cui:</i>		
Servizi Postali e Commerciali	3.822	3.882
Servizi Finanziari	5.294	5.155
Servizi Assicurativi e Risparmio Gestito	23.772	21.459
Altri Servizi	224	243
EBITDA	1.622	1.461
Risultato Operativo e di intermediazione	1.041	880
Utile d'esercizio	622	552
ROE lordo	11,9%	10,3%

Figura 4.13¹¹⁸

¹¹⁴ Comunicato stampa Poste Italiane, 16 settembre 2016

¹¹⁵ Comunicato stampa Poste Italiane, 30 dicembre 2016

¹¹⁶ Comunicato stampa Poste Italiane, 9 febbraio 2017

¹¹⁷ Comunicato stampa Poste Italiane, 27 aprile 2017

¹¹⁸ Relazione finanziaria annuale 2016

Ad oggi la situazione della compagine azionaria vede la partecipazione al 35% del capitale di Cassa Depositi e Prestiti e al 29,7% del Tesoro, in vista della messa sul mercato di quest'ultima *tranche* di azioni che doveva avvenire entro fine 2016, ma che non c'è ancora stata (figura 4.14)¹¹⁹.

Dichiarante ovvero soggetto posto al vertice della catena partecipativa	Azionista Diretto		Quota % su Capitale Votante				Quota % su Capitale Ordinario			
	Denominazione	Titolo di Possesso	Quota %	di cui Senza Voto		Quota %	di cui Senza Voto			
				Quota %	il Voto Spetta a		Quota %	il Voto Spetta a		
					Soggetto			Quota %	Soggetto	Quota %
CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA (società controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze)	CASSA DEPOSITI E PRESTITI SPA	Proprieta'	35.000	0.000		35.000	0.000			
		Totale	35.000	0.000		35.000	0.000			
	Totale		35.000	0.000		35.000	0.000			
MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE	Proprieta'	29.696	0.000		29.696	0.000			
		Totale	29.696	0.000		29.696	0.000			
	Totale		29.696	0.000		29.696	0.000			

Figura 4.14

¹¹⁹ Dati tratti dalla sezione del sito Consob relativa alle partecipazioni rilevanti nelle società quotate

4.5. Conclusioni

La privatizzazione di Poste Italiane è stata la IPO più grande in Europa nel 2015; la privatizzazione è stata fondamentale giustificata dall'esigenza del Tesoro di fare cassa, al fine di rispettare gli obiettivi di finanza pubblica imposti dall'Europa e dal *fiscal compact*, sottoscritto dall'Italia nel 2011. Non sono infatti riscontrabili altre motivazioni plausibili, essendo la società ormai da alcuni anni in buona salute, incrementando costantemente i ricavi e producendo utili in ogni esercizio; non esistevano quindi problemi di inefficienza dovuti alla gestione pubblica, anche perché dal 1998 Poste Italiane è una Società per Azioni operante, prevalentemente, in mercati totalmente liberalizzati e gestita di fatto come una società privata, nonostante la totalità delle azioni appartenesse al Ministero dell'Economia e delle Finanze. L'offerta si è rivelata un successo in termini di partecipazione, essendo stato molto alto il numero di fondi d'investimento, specialmente esteri, a richiedere un pacchetto di azioni della società, la domanda degli istituzionali ha infatti superato di 3,6 volte l'offerta di azioni disponibili; altrettanto partecipata è stata l'offerta riservata agli investitori retail, qui la domanda ha superato di 2,85 volte l'offerta. Anche il ricavato dell'offerta (3.112,4 milioni di Euro, a seguito dell'esercizio della *greenshoe*) può essere definito soddisfacente per il Tesoro, considerando anche il fatto che il prezzo dell'azione si è raramente spinto al di sopra del prezzo di collocamento. Per la società può trattarsi infine di una grande opportunità di crescita, anche a livello di immagine, al fine di consolidarsi nei nuovi mercati, specie quello assicurativo, nei quali è di recente approdata.

5. Conclusioni

In Italia le privatizzazioni hanno apportato numerosi benefici: in primis la liberalizzazione di molti mercati con conseguente diminuzione generale dei prezzi per i beni e i servizi offerti al loro interno; era stata poi tamponata, almeno fino agli anni duemila, la crescita del rapporto debito/pil, arrivata negli anni pre-crisi, alle soglie del 100%, dopo aver toccato anche il 120%; inoltre la quotazione in borsa di alcune grandi società privatizzate come Eni, Enel, Telecom Italia e per ultima Poste Italiane, ha contribuito allo sviluppo del mercato azionario italiano, che ad oggi peraltro è il più grande d'Europa, dopo essersi fuso con il London Stock Exchange. Le IPO a scopo di privatizzazione rispondono poi all'obiettivo della creazione delle *public companies*, ossia quelle società quotate il cui capitale è frazionato tra una moltitudine di investitori e nelle quali non esiste un gruppo azionario di controllo, obiettivo efficacemente raggiungibile tramite un'offerta ben strutturata rivolta al pubblico degli investitori retail; per Poste Italiane è stato almeno raggiunto in parte l'obiettivo di una maggiore diffusione delle azioni, perché se è vero che di *public company* non si può parlare, dal momento che Cassa Depositi e Prestiti detiene il 35% delle azioni, mentre il Tesoro ne possiede ancora il 29,7% (anche se sarebbe allo studio la messa sul mercato delle azioni ancora appartenenti al Tesoro), è anche vero che le azioni comprese nell'offerta pubblica sono finite effettivamente nelle mani del pubblico indistinto, anche quelle riservate agli istituzionali, che sono indirettamente possedute dal grande pubblico tramite gli investimenti nei fondi comuni, contribuendo ad una maggiore diffusione del risparmio azionario tra i piccoli investitori. Abbiamo poi evidenziato che le IPO a scopo di privatizzazione sono caratterizzate da un maggiore grado di *underpricing* rispetto alle IPO di società già private e che anche nel lungo periodo le azioni delle società privatizzate sovraperformano il mercato; delle due evidenze empiriche soltanto la seconda è stata riscontrata nel caso Poste Italiane, in quanto il BHAR ad un anno è risultato positivo e pari al 14,97%, sintomo di *overperformance* del titolo rispetto all'indice di mercato italiano FTSE-MIB, mentre l'*underpricing market-adjusted* è stato pari ad appena lo 0,41%, di molto inferiore a quello rilevato sul mercato italiano da Ratti e Cherubini tra il 1985 e il 1991, pari al 27,1%, ma anche rispetto a quello rilevato da Fabrizio e Samà tra il 1995 e il 1998, pari al 7,9%, con il prezzo del titolo che ha subito alla fine della prima giornata di quotazione addirittura una flessione rispetto al prezzo di emissione.

Bibliografia

Aggarwal R., Leal R., Hernandez L., The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America, *Financial Management* 22, pp. 43 – 53, 1993.

Ariff M., Prasad D., Vozikis G., Are government-linked IPOs underpriced? A three country privatization effort comparison, *Journal of Small Business Management*, No 3, pp 293-307, 2007.

Benedetti V., Il processo di quotazione in Borsa Italiana, *Borsa Italiana, Primary Markets*.

Black B., Gilson R., Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47, pp 243-277, 1998.

Brealey R., Myers S., Allen F., *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 11th global edition, 2014. Edizione italiana a cura di **Sandri S.**, Settima edizione, 2014.

Chemmanur T., Fulghieri P., A Theory of the Going-Public Decision, *The Review of Financial Studies*, Vol. 12, No. 2., 1999.

Cherubini U., Ratti M., Quanto Valgono le Matricole? Teoria ed Analisi Empirica, in Penati, A. (ed) *Il rischio azionario e la Borsa*, EGEA, Milano, 1991.

Choi S.D., Nam S.K., Ryu G.Y., Do Privatization IPOs Outperform the Market? International Evidence,” working paper, Korea University: Seoul, 2000.

De Simone E., *Storia Economica, Dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica*, FrancoAngeli, Quinta edizione, 2014.

Dewenter K., Malatesta P.H., State-Owned and Privately-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labour Intensity,” American Economic Review, forthcoming, 2000.

Fabrizio S., Samà M., Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell’underpricing e della long-run underperformance, studi e ricerche Consob n.44, 2001.

Fazioli R., Dalla proprietà alle regole: evoluzione dell’intervento pubblico nell’era delle privatizzazioni, CIRIEC, Centro italiano di ricerche e d’informazione sull’economia pubblica, sociale e cooperativa, 1995.

Giavazzi F., Penati A., Tabellini G., Liberalizzazione dei mercati e privatizzazioni, Il Mulino, 1998.

Jelic R., Briston R., Hungarian Privatisation Strategy and Financial Performance of Privatised Companies, Journal of Business Finance and Accounting, V. 26, Issue 9-10 pp. 1319–1357, 1999.

Jelic R., Briston R., Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience, European Financial Management, Vol. 9, No. 4, 457–484, 2003.

Jelic R., Briston R., Aussenegg W., The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies, Journal of Business Finance & Accounting, 30(7) & (8), 2003.

Ljungqvist A., Jenkinson T., Wilhelm W.J., Has the Introduction of Bookbuilding Increased the Efficiency of International IPOs?, working paper, Stern School of Business: New York, NY, 2000

Megginson W., Netter J., From state to market: a survey of empirical studies on privatization, *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 2, pp. 321-389, 2001.

Megginson W., Nash R., Netter J., Poulsen A.B., The Choice Between Private and Public Markets: Evidence From Privatizations, Working paper, Athens: University of Georgia, 2000.

Menyah K., Paudyal K., The determinants and dynamics of bid-ask spread on London Stock Exchange, *The Journal of Finance Research*, Vol. 19, Issue 3, pp. 377-394, 1996.

Nicodano G., Bortolotti B., Schindele I., Privatization and stock market liquidity, *Journal of Banking & Finance*, Vol.31(2), pp.297-316, 2007

Pagano M., Panetta F., Zingales L., Why do public companies go public? An empirical analysis, *The Journal of Finance*, Vol LIII, No. 1, pp 27-64, 1998.

Paudyan K., Saadouni B., Briston R.J., Privatisation initial public offerings in Malaysia: Initial premium and long-term performance, *Pacific-Basic Finance Journal*, vol. 6, issue 5, pp. 427-451, 1998.

Perotti E., van Oijen P., Privatization, Political Risk and Stock Market Development in Emerging Economies, *Journal of International Money and Finance*, vol. 20, issue 1, pp. 43-69, 2001.

Ritter J., Ibbotson R., Sindelar J., Initial Public Offerings, pubblicato originariamente nel “*Journal of Applied Corporate Finance*”, ripubblicato, con modifiche, nel “*Contemporary Finance Digest*” nel 1998.

Ritter J., Welch I., A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, The Journal of Finance, Vol. LVII, N. 4., 2002.

Saunders A., Cornett M.M., Financial Markets and Institutions, Mc Graw Hill, 6th edition, 2015. Edizione italiana a cura di Alemanni B., Quarta edizione, 2015.

Scalfari E., Rischiamo lo sfascio ora invertiamo rotta, restituiamo al mercato gli enti pubblici, intervista a Guido Carli, Repubblica, 8 ottobre 1989, N.236, pag.4.

Scognamiglio Pasini C., Economia Industriale. Economia dei mercati imperfetti, Luiss University Press, Quarta edizione, 2015.

Sibilio Parri B., Il Processo di trasformazione delle imprese pubbliche, Padova, CEDAM, 1998.

Vantellini P., Le operazioni di privatizzazione: esperienze internazionali e opportunità per l'Italia, Etas Libri, 1992.

Zingales L., Insider ownership and the decision to go public, Review of Economic Studies, vol.62, issue 3, pp 425-448, 1995.

Il Sole 24 Ore, «NEL 2015 A PIAZZA AFFARI 30 IPO», 29 maggio 2015, pag.33.

Il Sole 24 Ore, «POSTE, STRETTA PER IL PROSPETTO AL 7 AGOSTO», 25 luglio 2015, pag.21.

Il Sole 24 Ore, «PER POSTE ITALIANE IPO TRA FINE OTTOBRE E INIZIO NOVEMBRE», 4 agosto 2015, pag.20.

Il Sole 24 Ore, «POSTE, VERTICE AL MEF SULL'OFFERTA», 29 settembre 2015, pag.33.

Il Sole 24 Ore, «POSTE, IL TESORO DECIDE LA FORCHETTA DI PREZZO DELLO SBARCO IN BORSA», 7 ottobre 2015, pag.35.

Il Sole 24 Ore, «POSTE, OK DI BORSA ALLA QUOTAZIONE», 9 ottobre 2015, pag.37.

Il Sole 24 Ore, «POSTE ITALIANE, DOMANI SCATTA LA MAXI-IPO», 11 ottobre 2015, pag.7.

Il Sole 24 Ore, «POSTE, IPO GIÀ COPERTA AL PREZZO MINIMO», 14 ottobre 2015, pag.31.

Il Sole 24 Ore, «POSTE, I GRANDI FONDI PRONTI A SALIRE», 25 ottobre 2015, pag.19.

Repubblica.it, «POSTE, DALLA CONSOB IL VIA LIBERA ALLA QUOTAZIONE. PREZZO TRA 6 E 7,5 EURO PER AZIONE», 9 ottobre 2015.

Prospetto Informativo relativo all'Offerta Pubblica di Vendita e all'ammissione alle negoziazioni sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. di azioni ordinarie di Poste Italiane S.p.A.

Sitografia

Antonio Barreca, L'art. 86 del Trattato CE: origini e scopi perseguiti,

<http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/2001/07/20/lart-86-del-trattato-ce-origini-e-scopi-perseguiti/>

<http://www.iusinitinere.it/la-golden-share-italia-rapporti-leuropa-364>

<http://www.altalex.com/documents/leggi/2010/06/07/golden-share-l-italia-sempre-piu-vicina-all-unione-europea>

www.consob.it/documenti/Pubblicazioni/Italiaunita150/150borsa.pdf, Dall'Unità ai giorni nostri: 150 anni di borsa in Italia, Consob

www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/pubblicazioni/.../guidaallavalutazione.pdf, Guida alla valutazione, Borsa Italiana

<https://www.datocms-assets.com/45/1459518964-GuidaQuotazione.pdf?ixlib=rb-1.1.0>, Guida alla quotazione, Borsa Italiana, Aifi, PriceWaterhouseCoopers

<http://www.treccani.it/>

<https://it.wikipedia.org/>

www.borsaitaliana.it/

<https://www.poste.it/>

<https://it.investing.com/indices/it-mib-40-historical-data>

