

di Roberta Castellarin  
e Paola Valentini

**P**er la nuova ondata di privatizzazioni il premier Enrico Letta sta chiamando a raccolta i grandi capitali esteri. Mentre i protagonisti della prima fase di vendite degli asset di Stato iniziata nel 1993 con il Credito Italiano erano stati gli investitori italiani, soprattutto i piccoli risparmiatori. Oggi i tempi sono cambiati: di capitali italiani disposti a investire nelle imprese italiane ce ne sono sempre meno e quindi queste ultime entrano nel mirino degli stranieri che le guardano con interesse. A partire da Telecom Italia che ora sta passando in mano spagnola. La compagnia delle tlc che allora era un fiore all'occhiello dell'Italia era stata messa sul mercato nel 1997, ma il suo destino in borsa non è stato felice. Un azionista della prima ora avrebbe subito una minusvalenza del 27%, nonostante i dividendi incassati. Emblematica anche la storia dell'Alitalia che oggi è partecipata al 25% da Air-France e Klm: proprio la compagnia aerea insieme a Sirti e Stet è stata una delle sporadiche operazioni di privatizzazione avvenute a metà degli anni 80.

**Quando, l'Italia**, insieme alla Francia e al Regno Unito, intraprese il processo di vendita delle imprese di Stato. «Da allora l'Italia ha ricavato più di 160 miliardi di dollari Usa e vanta il primato europeo, escludendo il Regno Unito, in termini di proventi ottenuti», spiega il centro studi Privatization Barometer. Ma le prime operazioni di grandi dimensioni furono avviate a partire dal 1992 per contrastare la profonda crisi finanziaria in cui versava il Paese, e che culminò in settembre con la svalutazione della lira e il processo accelerò ulteriormente sotto la spinta dell'Unione Europea. Il documento programmatico presentato nel 1992 dal primo ministro Giuliano Amato enunciava tra l'altro i quattro obiettivi del processo di privatizzazione: migliorare l'efficienza operativa delle imprese pubbliche, aumentare la competitività dei mercati, favorire l'internazionalizzazione del sistema industriale, ridurre il debito pubblico. Con gli stessi obiettivi Letta, ha varato Destinazione Italia, il piano del governo per favorire gli investimenti stranieri nel mercato tricolore. Con questa road map, «inizia un percorso di privatizzazioni», ha annunciato Letta, puntualizzando che le operazioni riguarderanno «cose che è giusto privatizzare, perché non sempre privato è meglio del pubblico», come si è visto in esempi passati.

Se oggi Letta corteggia i grandi investitori internazionali con un road show che è partito nei giorni scorsi da Wall Street per

**BILANCI** L'Italia ha collocato in borsa oltre 30 società incassando più di 90 miliardi di euro. Per il risparmiatore la regina del total return è Eni con un rendimento medio annuo dell'11,7%. Alle sue spalle c'è Autostrade

## Il vero affare ha 6 zampe

### L'ANALISI DI CELLINO SIM SUI TOTAL RETURN DELLE AZIONI DI STATO

Società	Data collocamento	Prezzo collocamento	Rendimento di periodo per il sottoscrittore	Rendimento di Borsa Italiana	Rendimento annualizzato per il sottoscrittore	Rendimento annualizzato della Borsa It.
San Paolo Torino (1)	aprile 1992	6,30	91,48%	272,35%	3,07%	6,31%
Credito Italiano (2)	dicembre 1993	1,07	60,48%	210,35%	2,41%	5,88%
Istituto Mobiliare Italiano (3)	febbraio 1994	5,63	138,42%	166,62%	4,52%	5,12%
Banca Commerciale Italiana (4)	marzo 1994	2,79	106,32%	173,19%	3,77%	5,27%
Ina (5)	giugno 1994	1,24	52,27%	157,88%	2,20%	5,02%
Eni	novembre 1995	2,71	625,77%	207,60%	11,70%	6,47%
Eni (2° Tranche)	ottobre 1996	3,57	435,76%	175,38%	10,38%	6,14%
Eni (3° Tranche)	giugno 1997	4,80	288,58%	99,09%	8,67%	4,31%
Eni (4° Tranche)	giugno 1998	5,90	208,02%	14,47%	7,62%	0,89%
Amga (6)	ottobre 1996	0,67	100,06%	170,56%	4,17%	6,03%
Aeroporti di Roma (7)	luglio 1997	5,68	241,68%	87,83%	39,03%	18,42%
Telecom Italia (8)	ottobre 1997	5,63	-26,80%	72,23%	-1,93%	3,46%
Banca di Roma (9)	novembre 1997	0,70	-52,68%	71,98%	-4,59%	3,47%
Stm	giugno 1998	65,02	-15,76%	8,04%	-1,11%	0,51%
Aem (10)	luglio 1998	0,86	51,65%	1,63%	2,77%	0,11%
Bnl (11)	novembre 1998	2,35	37,23%	56,55%	4,18%	5,98%
Banca Mps	giugno 1999	3,85	-87,58%	4,86%	-13,55%	0,33%
Acea	luglio 1999	8,95	39,17%	2,99%	2,35%	0,21%
AcsM Como	ottobre 1999	1,94	-23,57%	13,18%	-1,90%	0,89%
Enel (12)	novembre 1999	4,30	-0,17%	10,52%	-0,01%	0,72%
Enel (3° Tranche)	ottobre 2004	6,64	1,94%	3,06%	0,21%	0,34%
Enel (4° Tranche)	luglio 2005	7,07	-13,18%	-13,35%	-1,70%	-1,72%
Autostrade (13)	dicembre 1999	6,75	339,32%	0,24%	11,30%	0,02%
Finmeccanica	giugno 2000	1,50	-77,25%	-21,32%	-10,52%	-1,78%
Aeroporto di Firenze	luglio 2000	8,10	29,84%	-23,35%	1,99%	-1,99%
Centrale del Latte di Torino	novembre 2000	6,80	-74,69%	-24,44%	-10,10%	-2,15%
Aem Torino (14)	dicembre 2000	2,70	-41,22%	-22,67%	-4,06%	-1,98%
Asm Brescia (15)	luglio 2002	1,85	10,17%	21,86%	0,87%	1,77%
Fiera di Milano	dicembre 2002	7,50	-15,77%	32,35%	-1,57%	2,62%
Meta Modena (16)	marzo 2003	1,95	57,50%	44,38%	4,39%	3,53%
Hera	giugno 2003	1,25	81,59%	23,27%	5,95%	2,05%
Ascopiave	dicembre 2006	1,80	8,00%	-34,09%	1,13%	-5,93%

**NOTE** (1) Il San Paolo di Torino incorporò, nel 1998, Banca IMI, assumendo il nome di San Paolo IMI, fino al dicembre 2006, quando, la fusione con Intesa BCI originò il gruppo Intesa Sanpaolo. I rendimenti tengono conto di tutti questi passaggi. (2) Il Credito Italiano fu, a fine anni '90, il polo di aggregazione di numerose banche (Rolo Banca, Cassa di Risparmio di Torino e Cassa di Risparmio di Verona, solo per citarne alcune). Da tale aggregazione nacque Unicredit Italiano, dal quale, negli anni 2000, attraverso acquisizioni, sia in Italia sia all'estero, è nato l'attuale Unicredit Group. (3) L'Istituto Mobiliare Italiano, nel dicembre 1998, si fuse con l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, originando la Banca San Paolo IMI. Gli ex azionisti IMI, da quel momento, seguirono le sorti della nuova banca. (4) La Comit, nel maggio del 2001, si fuse con Banca Intesa (a sua volta frutto della fusione di alcuni istituti fra cui Cariplo), costituendo il gruppo Intesa BCI. Successivamente, la banca riassume la denominazione di Banca Intesa e nel dicembre 2006, fondendosi con San Paolo IMI, diede origine al gruppo Intesa Sanpaolo. I rendimenti tengono conto di tutti questi passaggi. (5) Nel novembre 1999, Ina fu oggetto di un'Opas da parte di Generali che offrì contante ed azioni proprie. Le residue azioni Ina vennero definitivamente delistate nel novembre 2001 e gli azionisti ottennero un'azione Generali ogni 15,08 azioni possedute. Il calcolo del rendimento è effettuato ipotizzando la detenzione delle azioni Ina fino al delisting, dopodiché si suppone l'investimento in Generali. (6) Nell'ottobre 2006 venne incorporata in Aem Torino che, da quel momento, assunse la denominazione di Iride. Nel luglio 2010, fondendosi con Enia, Iride ha assunto l'attuale nome di Iren. I rendimenti tengono conto di questi passaggi. (7) Nel marzo 2001, la società venne delistata a seguito di un'Opas lanciata da Leonardo spa a 9,3 euro. Il rendimento è calcolato a tale data, immaginando l'adesione all'Opas. (8) Nel 2003, venne realizzata la fusione fra Olivetti (che era giunta a controllare oltre il 50% dell'ex monopolista) e Telecom Italia. Il cambio venne definito in 7 azioni Olivetti per ogni azione Telecom. Dall'agosto 2003, la "vecchia" Telecom non è più quotata. Le azioni Telecom Italia attualmente scambiate sul mercato sono quelle di Olivetti che, dopo l'incorporazione, ha assunto il nome della società incorporata. I rendimenti tengono conto di questi passaggi. (9) Nel 2002 si fuse con Bipop Carire ed assunse la denominazione di Capitalia. Nel 2007 gli azionisti di Capitalia ottennero 1,12 azioni Unicredit (pari ad una valutazione di oltre 8 euro) per ciascuna azione da loro posseduta: si realizzò così la fusione con Unicredit. I rendimenti tengono conto di questi passaggi. (10) Nel 2008, incorporando Asm e Amsa, assunse l'attuale denominazione di A2A. (11) Nell'estate 2006, dopo un tentativo di scalata da parte di Unipol, Bnp Paribas lanciò un'Opas su Bnl a 2,9275 euro. Il rendimento è calcolato a tale data, immaginando l'adesione all'Opas. (12) Questa fu la prima tranche. Ne seguirono altre tre, nel 2003 (riservata agli istituzionali), 2004 e 2005. (13) Nel 2002 venne incorporata dalla controllante Newco 28 che, successivamente, assunse l'attuale denominazione di Atlantia. (14) Nell'ottobre 2006 incorporò Amga, assumendo la denominazione di Iride. Nel luglio 2010, fondendosi con Enia, Iride ha assunto l'attuale nome di Iren. I rendimenti tengono conto di questi passaggi. (15) Nel dicembre 2007, in conseguenza dell'incorporazione in Aem, gli azionisti ricevettero azioni Aem (che nell'occasione assunse il nome di A2A). I rendimenti tengono conto di questi passaggi. (16) Nel 2005 venne incorporata in Hera, in parte attraverso un'Opas, in parte attraverso uno scambio azionario. Il rendimento è calcolato ipotizzando l'integrale reimpiego in azioni Hera di quanto precedentemente investito in Meta.

**NOTA METODOLÓGICA:** I rendimenti sono calcolati con riferimento ad un acquisto effettuato al prezzo di sottoscrizione. La data finale per il calcolo dei rendimenti è il 24 settembre 2013; fanno eccezione due casi di delisting, avvenuti a seguito di un'Opas (Bnl e Aeroporti di Roma). Per questi titoli, la data finale scelta per il calcolo è quella dell'Opas (20 luglio 2006 per Bnl e 23 marzo 2001 per Aeroporti di Roma) e il montante dell'investimento è calcolato ipotizzando l'adesione all'Opas stessa. I rendimenti tengono conto dei dividendi incassati e degli aumenti di capitale, ai quali si ipotizza che l'investitore abbia partecipato vendendo interamente i diritti a lui spettanti ed impiegando la liquidità incassata nell'acquisto delle azioni ex diritto. Non si è tenuto conto delle azioni gratuite che, in taluni casi, sono state assegnate ai sottoscrittori in caso di detenzione prolungata nel tempo. Inoltre non sono state considerate Ansaldo, Terna ed Enel Green Power, perché collocate da Finmeccanica e Enel e non da un ente pubblico.

Fonte: Cellino e Associati Sim

continuare in ottobre come seconda tappa nei Paesi arabi, 20 anni fa Mario Draghi, allora direttore generale del Tesoro, aveva riunito i banchieri e imprenditori sullo yacht della casa reale inglese, il Britannia, attraccato per l'occasione sulla banchina del porto di Civitavecchia per presentare alle investment bank il programma di privatizzazioni che sarebbe partito di lì a poco facendo leva proprio sul boom che Piazza Affari avrebbe vissuto dalla seconda metà degli anni 90.

«Una fase interessante è quella che abbraccia il biennio 1999-2000. Il collocamento di società pubbliche, e non solo, incontrò in quel periodo l'entusiasmo di un vasto pubblico, che si stava avvicinando alla borsa in modo non sempre consapevole. Erano quelli, infatti, gli anni della bolla speculativa e della corsa all'acquisto di azioni. In molti casi, i fortunati che riuscivano a ottenere i titoli, dato che le richieste erano sempre enormemente superiori all'offerta, realizzavano in pochi giorni elevati guadagni. Si pensi al caso di Acsm Como, collocata a 1,94 euro che, il primo giorno di quotazione, chiuse a 2,745, con una crescita superiore al 40%», spiega Silvio Olivero, responsabile dell'ufficio studi di Cellino e associati sim che ha elaborato per *Milano Finanza* i rendimenti ottenuti da un risparmiatore che avesse investito fin dalla prima ora nelle società privatizzate dallo Stato, compresi gli enti pubblici, dal 1993 a oggi, tenendo conto di capital gain e dividendi.

Ricorre infatti quest'anno il ventennale dal collocamento del Credito Italiano, che aprì nel 1993 la stagione delle grandi cessioni di Stato a Piazza Affari. Quando il Btp rendeva il 9%. Da allora lo Stato ha dimesso in parte o del tutto, privatizzandole, società per oltre 90 miliardi di offerte pubbliche a piazza Affari. Ma cosa ci ha guadagnato il risparmiatore che avesse investito nelle aziende di Stato al momento dell'ingresso in borsa? «La regina di tutte le privatizzazioni è stata certamente Eni che, considerando il primo collocamento avvenuto nel novembre del 2005 a 2,71 euro, ha offerto una performance positiva di oltre il 600%, pari all'11,7% annuo, dividendi compresi. Al secondo posto si colloca Autostrade, la cui performance dal collocamento (a 6,75 euro), pari al 339%, è il frutto di un rendimento annuo medio dell'11,3% dal dicembre 1999 a

(continua a pag. 16)

(segue da pag. 15)

oggi. Di segno diametralmente opposto, invece, il giudizio su Telecom», sottolinea Olivero. Il titolo ha registrato un rendimento medio annuo dall'ottobre 1997 negativo per l'1,93%. «Le perdite subite da chi partecipò a quel collocamento sono il riflesso della gestione assai lacunosa di quella che, nel momento in cui venne privatizzata, era una delle più grandi compagnie telefoniche d'Europa», aggiunge Olivero. Negativo anche l'andamento di Finmeccanica: dal giugno 2000 la società della difesa ha registrato un rendimento annualizzato per il sottoscrittore della prima ora negativo per il 10,52% (-77,25% nel periodo).

**Solo in un caso su tre** i collocamenti analizzati hanno offerto ai sottoscrittori un rendimento superiore a quello del mercato azionario italiano. A partire da Aeroporti di Roma (+39,03% annuo contro il +18,42% della borsa) che però è stata tolta dal listino

nel 2001 a seguito di opa. «Le prime società a essere privatizzate furono soprattutto banche. Nonostante il tracollo subito dal settore negli ultimi tempi, i rendimenti ottenuti dai sottoscrittori che a inizio anni 90 parteciparono a quei collocamenti risultano tutti positivi, anche se piuttosto deludenti se confrontati con quelli del mercato azionario italiano», dice Olivero. Nel 1993 e 1994 furono vendute tramite offerta pubblica tre delle maggiori banche del paese, Credito Italiano, Imi e Comit e la principale compagnia di assicurazione, l'Ina. Negli anni successivi la storia di queste realtà si è incrociata, così come nel consolidamento dell'industria bancaria sono poi entrati nella partita altri istituti arrivati in borsa con le privatizzazioni, come nel caso di Banca di Roma. Il Credito Italiano è stato quotato a dicembre del 1993 a 6,3 euro per azione. Chi ha acquistato le azioni allora oggi si trova in portafoglio un gruppo internazionale molto più grande. Oggi infatti Unicredit è il risultato della fusione di nove

banche italiane, e delle successive aggregazioni con il gruppo tedesco Hvb e l'italiana Capitalia (a sua volta un'evoluzione di Banca di Roma, privatizzata nel 1997). Per l'azionista della prima ora questa storia ha portato a una rivalutazione del proprio investimento del 2,41% annuo. Mentre Comit e Imi oggi si trovano nello stesso gruppo, nato dalla successiva fusione tra Intesa e Sanpaolo Imi. Chi ha investito nelle azioni Comit oggi quindi è azionista di Intesa e in questi anni ha visto il suo investimento valorizzarsi del 3,77% medio annuo. Mentre chi aveva comprato Imi ha registrato un total return annuo del 4,52%.

Passando dalle banche alle assicurazioni anche l'azionista di Ina della prima ora ha vissuto diversi passaggi e oggi si trova nel suo portafoglio azioni Generali. Dal punto di vista del total return mettere Ina in portafoglio ha reso il 2,2% annuo. Non può dirsi invece contento il risparmiatore che nel 1999 puntò su Banca Mps acquistando le azioni del gruppo

senese a 3,85 euro. Da allora chi ci ha investito ha perso l'87,58% nonostante i dividendi incassati, pari al -13,55% annuo.

Dal canto suo Enel è stata privatizzata in tre tranche rivolte al pubblico con la prima che è partita nel 1999, quando la società ha debuttato in borsa con il piazzamento sul mercato di quasi 4 miliardi di azioni pari al 31,74% del capitale sociale, per un controvalore record di 16,55 miliardi di euro (corrispondenti a 32 mila miliardi di lire). È stata la maggiore offerta pubblica in Europa e la seconda al mondo per valore e per numero di sottoscrittori. E oggi chi ha aderito a questa prima tranche registra un rendimento medio annuo praticamente nullo.

Nel bilancio delle privatizzazioni italiane hanno un ruolo importante anche le utility ancora controllate da Comuni e Province, ma collocate in parte in borsa. Anche in questo caso, come per le banche, i matrimoni non sono mancati e il cassetista ora si trova titoli di società il cui

perimetro è cambiato negli anni. Chi acquistò Aem nel 1998 oggi è azionista A2A e ha potuto contare su un total return medio annuo del 2,77%. Mentre Amga è stata quotata nel 1996 oggi fa parte di Iren (nata dalla fusione fra Enia, multiutility dell'Emilia Romagna, e Iride, multiutility di Torino e Genova). In questo caso l'azionista di Amga oggi ha una partecipazione in Iren e ha realizzato un rendimento totale medio annuo del 4,17%. Il terzo colosso utility è Hera e anche in questo caso è il risultato dell'incontro di più società. Infatti Hera, nasce nel 2002 dall'unione di undici aziende di servizi pubblici dell'Emilia Romagna, e continua negli anni successivi la crescita territoriale, acquisendo nel 2004 Agea di Ferrara e concludendo nel 2005 con Meta la prima fusione italiana tra multiutility quotate in borsa. I risultati per gli azionisti? Per chi ha Hera da 11 anni il total return è del 5,95%, per chi invece ha investito in Meta il total return è del 4,39%. (riproduzione riservata)