



Le Operazioni di privatizzazione

Nel corso del 1997 e del 1998 la Borsa italiana è stata teatro di importanti operazioni di privatizzazione, fornendo supporto alla politica di dismissione di società precedentemente a partecipazione pubblica.

LE DIMENSIONI DELLE OPERAZIONI

I volumi delle operazioni di dismissione canalizzate dal mercato borsistico sono stati decisamente elevati: 37.500 miliardi di lire nel 1997 e 21.000 miliardi di lire nel 1998, che salgono a 23.500 se si aggiunge la cessione a trattativa diretta di una quota del 25% di Banca Nazionale del Lavoro (vedi Tavola 16).

- L'importanza delle operazioni di privatizzazione è stata di assoluto rilievo anche quando confrontata con le risorse complessivamente canalizzate dal mercato di Borsa: il volume di risorse mobilitate è stato infatti pari all'83% e al 54% del totale risorse canalizzate rispettivamente nel 1997 e nel 1998.
- A testimonianza della progressiva importanza delle privatizzazioni all'interno del listino della Borsa italiana, si può osservare come nel 1997 e nel 1998 gli scambi delle azioni interessate abbiano raggiunto il 55% e il 50% degli scambi azionari complessivi.

Le privatizzazioni hanno contribuito a migliorare il livello qualitativo del listino, come dimostrato dal loro peso sul totale degli scambi azionari

TAVOLA 16 - OPERAZIONI DI PRIVATIZZAZIONE NEL 1997 E NEL 1998

Offerente	Società	Data	Valore operazione (miliardi lire)	Quota del capitale ceduta	Modalità operazione
Gruppo Bancario San Paolo TO	Ist. Bancario San Paolo di Torino	Mag 1997	2.661	31,0%	OPV + PP
Min. Tesoro	Eni (III)	Giu 1997	13.176	17,6%	OPV + PP
Iri	Aeroporti di Roma	Lug 1997	594	45,0%	OPV + PP
Min. Tesoro	Telecom Italia	Ott 1997	18.933	32,9%	OPV + PP
Iri	Banca di Roma	Nov 1997	1.665	22,9%	OPV + PP
Ente CR Roma	Banca di Roma	Nov 1997	409	5,6%	OPV + PP
Eni	Saipem	Mar 1998	743	17,1%	PP
Iri	Alitalia	Mag 1998	789	1,8%	PP
Min. Tesoro	Eni (IV)	Giu 1998	12.996	13,0%	OPV + PP
Comune Milano	Aem	Lug 1998	1.336	44,4%	OPV + PP
Min. Tesoro	Bnl	Set 1998	2.590	25,3%	cessione diretta
Min. Tesoro	Bnl	Nov 1998	5.142	46,4%	OPV + PP

Nota: OPV = Offerta Pubblica di Vendita; PP = Private Placement
Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana e Ministero del tesoro

Nel 1997, le operazioni di maggiori dimensioni hanno riguardato Telecom Italia (quasi 19.000 miliardi di lire) e la terza *tranche* Eni (13.000 miliardi di lire). Nel 1998, le maggiori operazioni sono state realizzate in occasione dell'offerta della quarta *tranche* Eni (ancora 13.000 miliardi di lire) e della privatizzazione di Banca Nazionale del Lavoro (5.000 più 2.500 miliardi di lire). La Bnl, prima della cessione del controllo da parte del Ministero del Tesoro, aveva azioni di risparmio quotate che, nella fase precedente la privatizzazione, sono state convertite a titolo gratuito in azioni ordinarie.

Con la sola eccezione della società Aeroporti di Roma, le privatizzazioni mediante offerta pubblica del 1997 hanno riguardato società già quotate (Eni, Telecom Italia, Banca di Roma, Istituto S. Paolo di Torino); lo stesso fenomeno si è ripetuto nel 1998, nel corso del quale la società Aem è stata l'unica la cui privatizzazione ha coinciso con l'ammissione a quotazione.

LE CARATTERISTICHE DELLE OPERAZIONI

Nel biennio 1997-98, le caratteristiche delle più importanti operazioni sono state l'evoluzione delle tecniche di offerta, l'articolazione delle modalità di *pricing* e l'impiego di speciali clausole di opzione a favore dell'offerente e degli aderenti all'offerta.

- Con riferimento all'evoluzione delle tecniche di offerta, si è consolidata una prassi che vede un'offerta globale articolata su un'offerta pubblica di vendita destinata agli investitori privati italiani e un *private placement* dedicato agli investitori istituzionali nazionali ed esteri.
- Le modalità di *pricing* dei titoli da offrire, anche in considerazione del fatto che spesso le azioni offerte sono quotate in Borsa da prima dell'offerta, hanno presentato soluzioni articolate che prevedono la fissazione di un intervallo di prezzi all'inizio dell'operazione e la definizione del prezzo di offerta alla chiusura dell'Opv (al termine cioè del periodo utile per la presentazione delle prenotazioni da parte degli investitori individuali). In particolare, nel caso di azioni già quotate, si è fatto generalmente ricorso alla tecnica cosiddetta

Evoluzione delle tecniche di offerta, diverse modalità di pricing e clausole speciali hanno caratterizzato le operazioni di privatizzazione nel biennio 1997-98

dell'*open price*, in base alla quale il prezzo delle azioni destinate al pubblico è pari al minore fra:

- ◆ il prezzo registrato in Borsa nell'ultimo giorno del periodo di offerta (ridotto di uno sconto di ammontare percentuale predeterminato);
- ◆ il prezzo massimo di offerta predeterminato all'inizio del periodo di offerta;
- ◆ il prezzo delle azioni offerte agli investitori istituzionali, a sua volta determinato sulla base della raccolta di prenotazioni vincolanti (*book building*).

Nelle maggiori operazioni sono state generalmente offerte azioni anche ai dipendenti della società a un prezzo inferiore a quello fissato per l'offerta al pubblico. In questi casi vengono così a essere individuati tre livelli di prezzo: il primo, più elevato, destinato agli investitori istituzionali, il secondo, intermedio, pagato dal pubblico degli investitori individuali, il terzo, inferiore, riservato ai dipendenti della società privatizzata.

- Per quanto riguarda le clausole speciali a favore dell'emittente, va menzionata la cosiddetta opzione di *green shoe*, in base alla quale gli intermediari responsabili del colloca-



mento godono di un'opzione per ottenere dall'emittente un numero ulteriore di azioni allo stesso prezzo di offerta entro una certa scadenza, pari di solito a un mese dal termine della prima assegnazione.

- La *bonus share* rappresenta un'opzione a favore degli investitori privati che prevede l'assegnazione di un numero di azioni gratuite a fronte di un numero di azioni sottoscritte in sede di Opv (ad esempio una ogni dieci), a condizione che queste ultime siano state però tenute in portafoglio per un periodo pari di solito a un anno.

I RIFLESSI DELLE PRIVATIZZAZIONI SUL MERCATO DI BORSA

Le operazioni di privatizzazione hanno avuto importanti riflessi sulla diffusione dell'azionariato e sul flottante delle società quotate in Borsa, contribuendo all'aumento della liquidità del mercato azionario. Le società privatizzate sono infatti quasi sempre di grandi dimensioni e le tecniche di offerta al pubblico dei titoli (quali ad esempio assegnazione prioritaria di un lotto minimo a tutti i richiedenti, campagne pubblicitarie che accompagnano le operazioni di maggiori dimensioni, aspettativa di alti rendimenti dei titoli offerti nel periodo immediatamente successivo al collocamento) tendono a promuovere la diffusione delle azioni fra numerosi soggetti. Ne risultano effetti positivi per il mercato borsistico:

- aumenta il numero di soggetti interessati al mercato (è infatti noto che molti investitori privati si avvicinano alla Borsa proprio in occasione delle offerte pubbliche iniziali);
- si riduce il grado di concentrazione dell'azionariato di società di grandi dimensioni;
- aumenta di conseguenza il volume delle azioni potenzialmente scambiabili e quindi la liquidità del mercato.

Le privatizzazioni hanno portato maggior liquidità al mercato e una più ampia diffusione dell'azionariato, avvicinando alla Borsa un più vasto pubblico di investitori

Dal punto di vista quantitativo, tali fenomeni emergono dalla riduzione della quota delle società a controllo statale sulla capitalizzazione complessiva, passata dal 28% nel 1995 al 16% nel 1998, dall'aumento del flottante rispetto alla capitalizzazione, pari a 56,5% a fine 1998 contro il 38,9% a fine 1996, e dal fatto che l'aumento della diffusione dell'azionariato ha riguardato in misura prevalente le società di maggiori dimensioni.