

Fincantieri: l'IPO che s'ha da fare

di Jacopo Perego

Se chi ben comincia è già a metà dell'opera possiamo dimenticarci di vedere Fincantieri cancellata dalla lista – che fu lunghissima – delle partecipazioni statali nell'economia italiana; possiamo dimenticarci di snellire la quota di risorse pubbliche che annualmente il governo concede in conto capitale alle aziende pubbliche per finanziare nuovi investimenti (raramente) ovvero per appianare immense perdite (sempre o quasi). E possiamo pure toglierci dalla testa un esecutivo, presente o futuro che sia, che non condivida come orizzonte ultimo quello del sindacato di turno. Il processo di privatizzazione di Fincantieri, infatti, non poteva iniziare peggio.

Giorni fa il *Financial Times*¹, poi ripreso anche da Francesco Giavazzi² sulle colonne del *Corriere della Sera*, gridava al solito pasticcio all'italiana, dove spesso i troppi compromessi, gli ammiccamenti e gli interessi trasversali determinano l'operato dell'esecutivo. La tesi del quotidiano londinese è chiara: «il governo sta continuando a rimandare la quotazione dell'azienda italiana per paura che questo processo possa ulteriormente recar danno alla già traballante coalizione di centrosinistra». Fincantieri potrebbe davvero non valere la candela. D'altronde, non stiamo parlando di compagnie come Alitalia o Ferrovie dello Stato. Quella in questione è una azienda che non incasella perdite anno dopo anno, ma che, al contrario, produce utili dignitosi, senza essere ricoperta dai debiti.

Ma partiamo dall'inizio: Fincantieri rappresenta una delle ultime aziende interamente di proprietà dello Stato. Proprio quello Stato che, nell'ultimo decennio, ha imboccato in un modo un po' maldestro l'irta strada delle privatizzazioni, le quali, a seconda dei casi, sono state o privatizzazioni senza proprietà ai privati, oppure proprietà ai privati senza liberalizzazioni – leggi monopoli legali. Gli *assets* societari al momento sono detenuti nella misura del 98,789% da Fintecna, *holding* pubblica controllata direttamente dal ministero del Tesoro, una società creata all'inizio degli anni Novanta che ereditò in alcuni aspetti il ruolo che in un tempo non troppo remoto fu dell'Iri. Fincantieri conta ad oggi 9.300 dipendenti impiegati negli otto stabilimenti sparsi lungo tutta penisola italiana, da Trieste sino in Sicilia, ai quali vanno aggiunti, secondo alcune stime, 18.000 lavoratori impiegati nelle ditte d'appalto. Di privatizzare questo pezzo di industria italiana se ne parla pressoché da tre lustri. Già nel 1992, l'allora ministro del Tesoro Piero Barucci incluse l'azienda nel suo "Libro bianco" sulle

Jacopo Perego, laureato con lode in Economia presso l'Università di Genova, frequenta un MSc in Economics and Social Sciences presso l'Università Bocconi di Milano.

1: Paul Betts: "Will Queen Elizabeth launch Fincantieri's flotation?" *Financial Times*, 11 Ottobre 2007.

2: Francesco Giavazzi: "Scelte ciniche e inadeguate" *Corriere della Sera*, 14 Ottobre 2007.

partecipazioni statali di proprietà dell'Iri. In quest'ultimo, la cantieristica navale veniva descritta come "settore maturo" e quindi "da dismettere". Come è facile immaginare, non se ne fece nulla: l'argomento privatizzazione sparì dall'agenda dell'esecutivo per più di un decennio, nonostante i periodi di grave crisi che colpirono Fincantieri sul finire degli anni Novanta, con bilanci in rosso e stabilimenti a rischio di chiusura. A seguito del fortissimo processo di ristrutturazione aziendale che riformò l'azienda a partire dal 2000 e che vide tra i principali attori anche l'attuale CEO Giuseppe Bono, si iniziò a parlare di cedere quote ai privati mediante quotazione. Da qui la telenovela che dura sino ai giorni nostri e che, nonostante le tante dichiarazioni, stenta a mostrarci i titoli di coda. Da una parte il Sindacato, quello con la "s" maiuscola, con un peso e un'influenza difficilmente eguagliabili in ogni altro paese industrializzato del mondo; dall'altra un governo traballante, quello attuale, al quale sembrano mancare non solo le forze per agire, ma anche le idee stesse sul come farlo. Nel mezzo, meno di 10.000 dipendenti – fra i quali si trovano, in variegata distribuzione, molti dei fannulloni di Ichino e degli iperprotetti del mercato duale di Alesina – quando le due cose non coincidono. E ancora: nel mezzo, un *management* che si divide tra una struttura ancora inchiodata alle dinamiche del settore pubblico e un'ambizione da imprenditoria privata. Infine, ci piace citare tra gli attori di questa commedia – comparse senza gloria – anche quei 1.500 potenziali occupati (+16.2%) che il nuovo piano industriale post-IPO prevede di creare da qui al 2011, insieme ai tanti giovani che ambirebbero entrare in Fincantieri sfruttando semplicemente le proprie capacità, il proprio merito, alla faccia di quegli operai – una ristrettissima minoranza, ne siamo certi – che a sentir Bono «durante l'orario di lavoro vanno a prendere la tintarella o si portano via i bidoni di gasolio»³. E come non accennare alla restante generalità degli sfortunati *tax payers* di questo Paese che a suo tempo pagarono di tasca propria l'ingente investimento per la costruzione di questo settore "strategico" – benché non si capisca in cosa – e che adesso avrebbero tutto il diritto di battere cassa, visto che il settore è stato dichiarato "maturo" e non è più necessaria, sempre che mai lo fosse stata, la guida paterna dell'esecutivo.

Nel dicembre del 2005 la prima forte presa di posizione dai coordinamenti nazionali di Fim-Fiom-Uilm che definirono «inaccettabile qualsiasi tentativo di privatizzare Fincantieri [...] che determinasse un rischio per le prospettive industriali, per l'unità e l'integrità del gruppo e per l'occupazione nei cantieri navali»⁴. Poi un batti e ribatti, con il governo che non si è mai dichiarato incline ad una privatizzazione totale, ma semplicemente ad una vendita di una quota di minoranza, stimata intorno al 48%, della quale successivamente discuteremo le implicazioni. Infine, il *coup de théâtre*, che risale all'estate appena trascorsa: dopo l'ennesimo giro di trattative tenuto in giugno tra governo e sindacati, il 19 Luglio il primo sembra prendere finalmente una decisione chiara: Fincantieri va in Borsa al 48%, mediante IPO da lanciare in autunno per avere la società quotata nei primi mesi del 2008. Purtroppo, probabilmente stabilendo un record poco invidiabile, in una paradossale risoluzione di maggioranza del 26 Luglio scorso con la quale si è approvato il Dpef 2008-2011, il governo riesce a contraddirsi dopo appena sette giorni. Il nuovo testo recita: «L'eventuale decisione relativa alla quotazione in Borsa del 48% della società deve avvenire solo dopo la presentazione del piano industriale». Precisazione condivisibile, quando si vuole vendere qualcosa di cui si ha a cuore il futuro, se non fosse per due particolari non trascurabili: il primo è che il piano industriale è già stato varato dal Cda lo scorso Marzo ed è ben pubblicizzato sul sito dell'azienda triestina. Il secondo, non meno interessante, è che in calce al testo della

3: Festa dell'Unità, Genova, 14.09.07, *Il futuro della cantieristica in Italia*.

4: Interpellanza urgente, Camera dei Deputati. Presentata da Alberto Burgio, martedì 5 giugno 2007, nella seduta n.164.

risoluzione si aggiunge che tale piano «deve essere condiviso con i sindacati» e ci si augura che tale condivisione avvenga non oltre fine-ottobre inizio-novembre. Sindacati i quali, checché ne dicano i loro coordinatori nazionali, dovranno in qualche modo rappresentare anche quei 5.925 dipendenti, il 65% del totale, che il 17 aprile si sono pronunciati a sfavore di ogni tipo di privatizzazione, parziale o totale che sia. Ma, tanto per capire con quale spirito procedano i processi di cessione delle quote statali in Italia, l'esecutivo non si ferma qui. Al contrario, impugna la pesante penna dell'economia di piano per gettare le basi di quello *dovrà* essere il progetto industriale. Al primo posto il governo mette il rilancio competitivo dell'azienda – come se il 128.8% in più sugli investimenti dal 2006, il +26.3% in più sul Margine operativo lordo e la generale riduzione-razionalizzazione dei costi di produzione del 35% dal 2000 ad oggi non fossero segnali già abbastanza eloquenti del fatto che l'azienda è già lanciata e che questo è il momento giusto per liberarne lo spirito imprenditoriale. Ma non è finita: il testo offre anche gli strumenti per ottenere tale rilancio. Al proposito, specifica che quest'ultimo dovrà avvenire mantenendo (i) lo stesso livello occupazionale e (ii) evitando necessariamente delocalizzazioni produttive. Ovvero preclude ogni sorta di investimento atto ad una ulteriore razionalizzazione dei costi di produzione volta a ridurre gli sprechi da una parte, e alla ricerca di condizioni economiche più vantaggiose dall'altra. In altre parole, pretende di vincolare in modo sostanziale l'azienda nelle politiche industriali e del lavoro, due campi in cui, soprattutto in un settore particolare come quello della cantieristica, non caratterizzato da dinamiche di *innovation-based growth*, Fincantieri dovrebbe giocare tutte, o quasi tutte, le proprie carte.

Riassumendo, la situazione Fincantieri si prospetta come una privatizzazione striminzita, inconsistente se vogliamo, con la vendita di una quota minoritaria ai privati – ma, anche se la quota fosse maggioritaria, la situazione cambierebbe ben poco, vista l'immane presenza di *golden shares* a favore dello Stato – e un *management* dell'azienda che rimane in balia delle scelte di governo, di vincoli scellerati e di un piano industriale da riscrivere a braccetto con un sindacato riottoso, in particolare la Fiom. Le prospettive sono deprimenti. Ma allora, si chiederà, perché sostenere a voce alta la privatizzazione di Fincantieri, e in particolare questa sorta di privatizzazione, nonostante sia lontana anni luce da un ipotetico *first best* liberale che comporterebbe la semplicissima vendita proprietaria, e non la cessione a titolo gratuito o quasi-gratuito, della totalità delle azioni possedute dal Ministero del Tesoro? Le risposte sono molteplici e speriamo possano essere anche convincenti. Nell'elenco di queste ci sembra opportuno escludere quelle di carattere prettamente teorico, che possiamo considerare come ovvie a questo punto, per cui la privatizzazione è buona di per sé poiché riduce l'invasione degli esecutivi negli scenari economici, rende sempre più insignificante il concetto di proprietà pubblica e, in ultima analisi, rafforza il libero intraprendere.

Una motivazione che tocca tutti da vicino è quella del costo d'amministrazione che Fincantieri rappresenta per il ministero del Tesoro. Benché Fincantieri produca attualmente utili, ciò non significa che questo scenario si perpetuerà in eterno. All'occorrenza il *management* dovrà correre dall'azionista per chiedere un consolidamento della posizione patrimoniale – e la storia industriale italiana è zeppa di questi tristi esempi. L'appianamento delle perdite, pratica quotidiana per le altre due aziende pubbliche citate prima, avverrà a scapito del contribuente e andrà a rimpinzare ulteriormente una spesa pubblica già di per sé sovrappeso. Ma senza voler essere pessimisti a tutti i costi, ipotizzando dunque un futuro tetro sotto l'egida dei metodi di gestione pubblici di Fincantieri, possiamo notare come l'azienda intessa ugualmente un rapporto diretto con l'azionista. Un rapporto di natura giornaliera. Il ministero del Tesoro, infatti, ha la responsabilità di reperire il capitale necessario al finanziamento dell'azienda, a co-

pertura – ad esempio – di quel fabbisogno che nel caso Fincantieri è stato stimato intorno agli 800 milioni di euro, necessari per svilupparsi e continuare ad crescere. Chi finanzia i nuovi investimenti? Al proposito, sorgono due problemi: il governo sembra già troppo indaffarato nel tirare su e giù una coperta fin troppo corta e non sembra verosimile che si accoli un onere di questo tipo; inoltre, grazie alle normative dell'Antitrust europeo, divengono sostanzialmente vietati, o almeno disincentivati, gli aiuti di Stato alle imprese che, benché pubbliche, farebbero meglio ad autofinanziarsi mediante riserve. Quindi, anche se l'esecutivo volesse e riuscisse davvero ad investire in Fincantieri finirebbe per creare altri malumori a Bruxelles, che già non perde occasione per bacchettare le nostre finanze pubbliche. È già difficile capire quale sia il principio di equità redistributiva che ci impone di utilizzare il denaro raccolto con l'imposizione fiscale per finanziare una qualche *joint venture* nei mari dei Caraibi per conto di Fincantieri e nell'interesse di circa di 9.250 dipendenti, ma, pur ignorando questo, non si può essere nemmeno certi se e fino a che punto lo Stato sia davvero in grado di assicurare un apporto continuo di capitale per Fincantieri. Un impegno che, oltre che continuo, dovrebbe anche essere costante, in funzione della qualità del piano industriale e non tanto del vento che, a seconda della stagione, tirerà nel mare della politica. Nuovi finanziamenti che sarebbero "necessari"⁵, nelle parole di Bono, ad assicurare all'azienda italiana un futuro da protagonista globale nel mercato della cantieristica, laddove la concorrenza di Corea e Cina⁶ inizia a portare via fette di mercato sostanziose.

A questo punto si obietterà che all'azienda rimane ugualmente la possibilità di utilizzare il canale del credito. Ma pur tralasciando l'arretratezza del sistema finanziario italiano, è innegabile che una procedura di questo tipo porterebbe la società ad essere ampiamente sottocapitalizzata, come per altro già accade, forse anche a causa di politiche e regolamentazioni storicamente ostili ai mercati borsistici, per la stragrande maggioranza delle altre società italiane. Perdere capitalizzazione significherebbe anche esporsi in misura maggiore ai rischi del canale bancario, non ultime le recenti traversie culminate con un *repricing* generalizzato del credito – naturalmente verso l'alto – susseguito al *credit crunch* estivo. Il canale della Borsa, al contrario, potrebbe offrire un nuovo sbocco sul mercato del credito, un mercato che non bussa alla porta delle solite poche grandi banche, alimentando quel perverso rapporto tra banca e industria che caratterizza economie come la nostra e quella tedesca, ma che ha le potenzialità di rivolgersi a milioni di risparmiatori. La Borsa costituisce infatti un canale perfetto per reperire in tempi brevi capitali ingenti. Non è un caso che, nell'eventualità della quotazione in Borsa, sia già stata prevista dall'amministratore delegato di Fincantieri l'emissione di nuove azioni per 400 milioni di euro, a sottolineare quanto l'azienda triestina sia affamata di nuovo capitale di rischio.

Ma al di là dell'analisi aziendale, la Borsa potrebbe portare con sé anche altre esternalità positive. In particolare, potrebbe attivare quel meccanismo virtuoso per il quale le decisioni del *management* sono influenzate degli effetti che queste ultime

5: «Se l'azienda non sarà portata in Borsa andrò dall'azionista a spiegare le conseguenze quali saranno le conseguenze dal punto di vista industriale e dei mancati investimenti... [La quotazione] è necessaria per il consolidamento del business e del suo sviluppo anche se oggi i nostri margini di redditività sono superiori alla media del settore». Bono, Agenzia AGI, Ottobre.

6: «[Nel 2006] l'Europa perde – in termini quantitativi – quote di mercato, passando dal 16% al 10%, analogamente al Giappone le cui acquisizioni scendono dal 22% al 19%. La Corea del Sud rafforza la propria leadership incrementando la quota dal 35% al 38%, ma il vero protagonista dell'anno è la Cina. L'industria cinese, infatti, si aggiudica il 23% degli ordini contro il 16% dell'anno scorso balzando così al secondo posto». Corrado Antonini, *Chairman Fincantieri, Annual Report*.

producono sul prezzo del titolo. La Borsa, come ogni mercato, funziona come un sistema di voto, dove ogni risparmiatore ha la possibilità di bocciare o avvallare ogni scelta imprenditoriale rispettivamente vendendo o mantenendo in portafoglio i titoli di una certa azienda. Questo meccanismo, che in genere è davvero spietato, tende a punire i comportamenti antieconomici e le scelte di carattere meramente politico del *management*. In tal modo, una Fincantieri soggiogata al volere dei sindacati, schiava di obiettivi politici, alla mercé del governo in carica, sarà anche una Fincantieri debolissima in Borsa, sarà un titolo che perde valore continuamente. Il *management* di Fincantieri si sentirà obbligato dal mercato stesso a sostituire alle logiche politiche quelle di carattere esclusivamente economico se almeno intende preservare la propria posizione al comando dell'azienda e se intende sfruttare appieno tutti i vantaggi dell'essere una *blue chip* in mercato azionario. Quando le cose non vanno così i rischi sono davvero tanti, e il disastroso profilo azionario di Alitalia degli ultimi 5 anni dovrebbe suonare come un monito, un'esperienza tragica, un esempio da non imitare. E perché non citare anche il caso Telecom, in cui le ingerenze governative (sommandosi ad altri fattori contingenti) sono costate più dell'80% del suo valore di borsa dal 2000 ad oggi. Quando si entra in un mercato dinamico come quello della Borsa e non si chiudono definitivamente i rapporti con gli esecutivi, questi sono gli unici risultati che si possono sperare. E un titolo ben valutato significa molto: è segno di maggiore facilità nel reperire nuovo capitale a costi più bassi; effettività e profittabilità con cui il *management* può acquisire capitale di rischio sul mercato del credito creando quindi le necessarie condizioni per ulteriori investimenti, nuovo sviluppo, producendo ulteriore reddito e creando più occupazione. È la prosperità a creare occupazione, non la stagnazione determinata dai vincoli dei bilanci sempre in rosso dell'amministrazione pubblica. Una valutazione corretta, e fiduciosa della singola unità azionaria è in primo luogo nell'interesse dell'azienda stessa, e ancor di più se quest'ultima è ambiziosa e ha voglia di crescere al fianco dei concorrenti su scala globale. E per far ciò c'è solo una strada, quella di una separazione *de facto* tra politica e gestione degli affari, tra governo e *management*, tra gli interessi di qualche burocrate e gli interessi dell'azienda, del suo *business* e dei suoi azionisti.

Motivi per criticare queste modalità di privatizzazione di Fincantieri, è vero, ce ne sono davvero tanti. Soprattutto da un punto di vista liberale. Infatti, l'azienda resterà pubblica, questa volta anche nella forma oltre che nella sostanza; in caso di quotazione il *management* dovrà rispondere primariamente ai funzionari di stato e poi, solo in secondo luogo, alla generalità dei risparmiatori, senza neanche la necessità di ricorrere ai veti delle *golden shares*, in quanto "l'interesse pubblico" sarà sempre garantito dalla quota di maggioranza. Ma questo non può frenarci dall'appoggiare l'IPO di Fincantieri, e salutarlo come una buona notizia, un passo, l'ennesimo incerto piccolo passo, verso una privatizzazione totale. Tanto più è importante sostenerlo oggi, un momento in cui le forze sindacali, in piena coerenza con gli interessi dei loro iscritti, faranno di tutto per non fare andare in porto questo progetto. In conclusione, ci sembra necessario non solo sostenere la quotazione, ma spingere per un accordo migliore, che si avvicini il più possibile ai criteri di divisione stagna tra politica e industria sopra accennati. Senza toccare la quota di maggioranza di Fintecna (metterla in discussione è oggi – ahinoi – pura fantascienza) si potrebbe invece iniziare con il criticare aspramente la decisione del ministero del Tesoro di voler reinvestire in Fincantieri quei 500 milioni di euro che ricaverebbe dalla vendita della quota di minoranza. Non fare cassa significherebbe sbagliare due volte: in primo luogo perché si darebbe un segnale sbagliato ai mercati, sottolineando quanto i rapporti di dipendenza politica e finanziaria tra Cda e ministero continuino ad essere serrati; secondariamente, perché quei soldi dovrebbero andare in diminuzione del debito pubblico, alla cui dimensione spaventosa si è arrivati anche a causa del denaro pubblico speso per la costituzione e il finanziamento di aziende

come Fincantieri. Insomma, in attesa di giorni più felici si può iniziare a lavorare pragmaticamente su ciò che già da oggi è migliorabile. Nella speranza che nel frattempo il mercato riesca a tenere a freno gli istinti dirigisti del governo sul *management*, minacciandolo con crolli a due cifre ad ogni scelta che sia vagamente determinata da logiche politiche.