

Privatizzazioni e *corporate governance* in Francia *

ANDREA GOLDSTEIN

A partire dall'estate 1993, a seguito dell'ampia vittoria elettorale che aveva riportato il centro-destra al potere, il governo francese ha intrapreso un ambizioso programma di privatizzazioni. In tre anni, nove importanti società a partecipazione statale sono state vendute almeno in parte e altre società tra le più grandi in Francia verranno privatizzate nei prossimi anni. L'attuale ondata di dismissioni fa seguito a quella del 1986-88, quando un precedente governo conservatore aveva ceduto le partecipazioni pubbliche in varie banche e imprese non finanziarie. Per quanto grande sia stato l'esito di quell'esperienza in termini di gettito e di aumento del numero di piccoli azionisti, esso venne in parte offuscato dalle critiche sorte intorno al metodo seguito nel selezionare gli azionisti di controllo, al prezzo conseguito per le vendite a trattativa privata e alle conseguenze delle privatizzazioni sul *corporate governance*. A questo proposito, si osservò in particolare come le privatizzazioni abbiano fatto molto poco per rendere più trasparente la gestione delle grandi imprese francesi e più agevole il trasferimento del loro controllo attraverso il mercato.

In questo studio si analizza in quale misura le recenti privatizzazioni siano state accompagnate da modifiche ai meccanismi del governo societario e del mercato per l'allocazione della proprietà e del controllo in Francia. Tre domande fondamentali sono al centro dell'analisi: quali sono state le principali motivazioni nel cedere le imprese pubbliche? quale giudizio, sia pur preliminare, è possibile dare sulle privatizzazioni finora concluse? quali fattori, al di là delle privatizzazioni, stanno spingendo verso mutamenti nel *corporate*

□ Università Commerciale L. Bocconi, Centro di ricerca sull'economia del settore pubblico, Milano.

* Ringrazio Olivier Bouin, Norbert Funke, Rauf Gonenc, Ketil Hviding, Giangiacomo Nardozzi, e i partecipanti a un seminario presso l'Università Cattolica di Milano per gli utili commenti. Resto ovviamente unico responsabile di eventuali errori e omissioni.

governance francese? La prima sezione descrive schematicamente i canali lungo i quali le politiche di dismissione possono produrre un impatto a livello di governo societario. La seconda sezione esamina le principali caratteristiche del sistema delle imprese pubbliche in Francia: struttura organizzativa e di controllo, ruolo nell'economia nazionale e alcuni fondamentali indicatori di *performance*. La terza sezione contiene un breve riassunto del programma di privatizzazione degli anni Ottanta, delle critiche di cui fu oggetto e della strategia seguita tra il 1988 e il 1993 dal governo socialista, mentre la successiva sezione descrive le privatizzazioni dal 1993. Nella quinta e sesta sezione, l'analisi si volge verso i recenti sviluppi nelle pratiche di governo societario in Francia e il ruolo che le privatizzazioni hanno giocato nel determinare tali dinamiche. La settima sezione contiene infine alcune considerazioni basate sul confronto con l'esperienza di altri paesi.

1. *Corporate governance*, imprese pubbliche e privatizzazioni

La migliore comprensione teorica della finanza aziendale e dell'organizzazione industriale e l'ininterrotta controversia sul modello più efficiente di capitalismo sono alla base dell'attuale fiorire della letteratura sui modelli di *corporate governance* – gli strumenti attraverso i quali i sistemi economici (nel senso ampio del termine) risolvono i problemi di informazione e incentivazione inerenti al finanziamento degli investimenti e facilitano il trasferimento intertemporale dei diritti di proprietà. Elementi cardinali di questa letteratura di forte taglio istituzionalistico sono le fonti di risorse finanziarie per le società, il grado di concentrazione delle proprietà, la propensione alla quotazione in borsa, il ruolo e la composizione dei consigli d'amministrazione, le norme che regolano il mercato per l'allocazione della proprietà e del controllo, le relazioni di capitale che si instaurano tra le diverse unità del sistema economico, l'importanza relativa dei meccanismi di "voce" e di "uscita" (rispettivamente le pressioni esercitate nei consigli d'amministrazione e il lancio di OPA, ovvero il controllo interno ed esterno) nell'imporre disciplina al *management* e nell'allinearne l'azione alle priorità degli azionisti.

In questo contesto, si sostiene che l'efficienza delle imprese pubbliche non può che essere inferiore a quella delle imprese private, in quanto i loro obiettivi di gestione divergono spesso dalla pura

massimizzazione dei profitti. Le imprese pubbliche, anche se inefficienti, non fronteggiano il rischio del fallimento e, dato lo stretto controllo esercitato dall'azionista maggioritario, il mercato non può operare come meccanismo adeguato per imporre disciplina ai dirigenti e per trasferire eventualmente il controllo verso un assetto più efficiente. In teoria, la concentrazione della proprietà nelle mani di un singolo azionista di maggioranza potrebbe risolvere il problema del fallimento nel coordinamento e nell'azione collettiva che, nelle società anglosassoni a controllo diffuso, ostacola il monitoraggio del *management* da parte dei piccoli azionisti. In pratica, però, questo vantaggio relativo della proprietà pubblica è il più delle volte largamente annullato dai problemi d'agenzia che sorgono a causa delle molteplici relazioni tra governo, ministeri con competenze settoriali, parlamento, partiti e *management* delle imprese pubbliche stesse, ciascuno con i propri obiettivi, spesso tra loro contraddittori. Oltretutto, in tutti i paesi i dirigenti delle imprese pubbliche vengono spesso nominati per ragioni politiche, piuttosto che per le loro competenze in materia.

I legami tra privatizzazioni e *corporate governance* possono essere di due tipi: la vendita delle imprese pubbliche le espone al pericolo di scalata e di bancarotta, sanando pertanto un limite esplicito della proprietà pubblica, e offre un'opportunità quasi unica per modificare la distribuzione dei diritti di proprietà tra le diverse categorie d'investitori, ampliando la dimensione del listino, aumentando la platea di piccoli azionisti e riducendo la concentrazione della proprietà. Tuttavia, se tutti i governi hanno visto nella creazione di un "capitalismo popolare" un obiettivo tra i più importanti, anche per le sue ricadute in termini elettorali, molto più rari sono quelli che hanno affrontato le questioni aperte dal trasferimento della proprietà dal pubblico al privato e dall'assenza di un azionista di maggioranza assoluta. I potenziali miglioramenti in termini di efficienza che conseguono al trasferimento del controllo possono essere messi in discussione se il controllo societario non è contestabile: in questo caso, e specialmente se la regolamentazione si dimostra inadeguata nell'aprire alla concorrenza un mercato protetto, i manager possono sfruttare le rendite derivanti dal potere di mercato senza doversi preoccupare del rischio di scalata.¹ Le politiche di privatizzazione devono prendere in

¹ L'interazione tra governo societario e regolamentazione del comportamento d'impresa e struttura di mercato è particolarmente evidente nel caso delle *utilities* britanniche di acqua ed elettricità, fino a riguardare anche le pratiche di remunerazione dei dirigenti (Goldstein 1996).

considerazione questi elementi, rendendo imperativa l'introduzione di riforme per risolvere specifiche inefficienze.²

La maggior parte delle esperienze internazionali suggerisce tuttavia che le privatizzazioni hanno un potere limitato di cambiare le modalità di governo societario prevalenti nelle grandi imprese di ciascun paese. In Gran Bretagna, paese le cui politiche in materia sono spesso considerate un punto di riferimento assoluto, «il controllo [delle società privatizzate] non si estrinseca sotto forma di rischio di scalata o di bancarotta; e non è nella maggior parte dei casi venuto dall'intervento diretto degli investitori» (Bishop *et al.* 1994, p. 11). Dopo il rapido aumento registrato all'indomani delle dimissioni, il lento ma inesorabile declino del numero di piccoli azionisti testimonia la difficoltà di mantenere nel medio periodo la dinamica del capitalismo popolare. È pertanto importante segnalare come, a dispetto del loro scarso successo, l'insieme di riforme introdotte in Italia tra il 1993 e il 1995 abbia almeno costituito uno dei rari esempi di sforzo, a livello legislativo, per dotare gli azionisti non controllanti (singoli azionisti e investitori istituzionali) di salvaguardie più adeguate e per introdurre le condizioni necessarie per consentire il controllo dell'operato dei dirigenti (Goldstein e Nicoletti 1996). Nonostante ciò, i diversi governi che si sono succeduti dal 1992 non hanno avuto successo nell'aumentare il numero di gruppi privati di grande dimensione, là dove il governo Amato includeva il rinnovamento «dell'intera dialettica del sistema industriale italiano» tra gli obiettivi strategici del programma di riordino delle partecipazioni statali.³ D'altro canto, esperienze come quelle della Gran Bretagna e del Cile sottolineano come per realizzare dimissioni su ampia scala sia necessario sviluppare nuovi investitori istituzionali, come i fondi pensione, che possano successivamente assumere un ruolo attivo nel *corporate governance*.

² Dato che l'attenzione si concentra sui problemi di *corporate governance*, in questo studio non si analizza l'interazione tra privatizzazioni e politica della concorrenza. Alcuni osservatori hanno in effetti osservato come l'attenzione delle autorità francesi su questi temi sia insufficiente (*The Economist*, 15 luglio 1995, p. 14).

³ "Il piano di riorganizzazione di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL e INA", presentato dal Ministro del Tesoro Barucci al Parlamento, novembre 1992.

2. Il settore delle imprese pubbliche in Francia

Dimensione e diversificazione

Il sistema delle imprese pubbliche francesi è tra i maggiori in ambito comunitario. Nel 1988, la Francia era quarta per quanto attiene al peso delle imprese pubbliche sull'occupazione totale e terza in termini del loro contributo sia al valore aggiunto che alla formazione lorda di capitale fisso. Alla fine del 1992, le 2.750 imprese pubbliche impiegavano 1.737.000 persone in Francia, con una presenza dominante nei settori dell'energia e delle telecomunicazioni e quote rilevanti di occupazione nel trasporto, nel settore bancario (in ambedue i casi circa un terzo), assicurativo (21%) e nell'industria manifatturiera (10%) (Chabanas e Vergeau 1993b). Nel 1993, i tre principali gruppi transalpini in termini di fatturato erano pubblici, così come lo erano quattro tra i primi 10 e 15 tra i primi 50.⁴ Come termine di paragone nel 1991 in Italia lo stato possedeva 12 tra le 20 maggiori imprese non finanziarie.

Organizzazione e controllo

Le imprese pubbliche francesi sono organizzate in forme differenti:

– la maggior parte delle *utilities* (come Gaz de France e Electricité de France) e altre imprese che sfruttano monopoli *de facto* (come ERAP, cui corrisponde il controllo di Elf Aquitaine, SNCF e RATP) sono società a statuto speciale (*entreprises publiques à statut d'établissement public*) soggette a vincoli di bilancio pubblico;

– la Caisse des dépôts et consignations, il maggiore investitore istituzionale, è un *établissement public* soggetto a controllo parlamentare; l'amministratore delegato viene nominato dal Presidente della Repubblica con un mandato a tempo indeterminato e i contratti di lavoro dei dipendenti sono di diritto pubblico;

– a partire dal 1991, France Télécom e La Poste sono *exploitants publics*, società di diritto pubblico che dipendono dal Ministero

⁴ Si veda *Le Nouvel Economiste* (1994), "Le 5000", 37ª edizione.

dell'industria⁵ e sono esenti dai vincoli del bilancio pubblico; i dipendenti con un contratto a tempo indeterminato sono impiegati pubblici inclusi nella *fonction publique* e pertanto tutelati dalla garanzia di impiego a vita;

– le imprese pubbliche che operano in settori (generalmente) concorrenziali, infine, sono normali società per azioni,⁶ nelle quali gli investitori privati detengono, in determinati casi, quote di capitale di minoranza.⁷

Efficienza

L'intervento diretto pubblico nell'ambito della produzione viene di solito giustificato dall'esistenza di un fallimento del mercato. In primo luogo, in presenza di rendimenti crescenti ed economie di scala, la proprietà pubblica di un monopolio naturale può essere preferibile alla regolamentazione di un'impresa privata, se ciò consente di ridurre le asimmetrie informative. In secondo luogo, se i mercati dei capitali sono imperfetti possono non fornire finanziamento adeguato per investimenti rischiosi in progetti innovativi, che possono potenzialmente migliorare la competitività di un paese sia in forma diretta sia attraverso *spill-overs* e altre esternalità positive.

Estrin e Pérotin (1991) sostengono che nelle partecipazioni statali francesi particolari meccanismi istituzionali hanno contribuito a risolvere, almeno in parte, i problemi di agenzia tipici della proprietà pubblica. In primo luogo, in un quadro politico dominato dall'incertezza (soprattutto durante la Quarta Repubblica), l'amministrazione pubblica – e di conseguenza le imprese pubbliche – hanno goduto di maggiore libertà nel perseguire obiettivi di lungo periodo nell'interesse pubblico e ciò ha dato ai manager stabilità e possibilità di definire con chiarezza gli obiettivi dell'impresa.⁸ L'esempio più significativo a

⁵ A seguito della riforma del 1991, il Ministero per le poste e telecomunicazioni è stato abolito e le sue funzioni sono state assunte da una nuova direzione (*Direction générale des postes et télécommunications*) del Ministero dell'industria.

⁶ Nonostante Air France sia diventata una società per azioni a partecipazione dei salariati (*société anonyme à participation ouvrière*) in occasione della fusione con UTA nel 1992, due anni dopo il suo statuto è tornato a essere quello di una normale SpA.

⁷ Per esempio, cinque filiali di Usinor erano già quotate al momento della privatizzazione. La quota di proprietà della capo-gruppo era compresa tra il 28 e il 68%.

⁸ Questa ipotesi, tuttavia, non appare valida alla luce della teoria economica, che suggerisce al contrario come, in assenza di monitoraggio da parte del principale, i manager tendano a massimizzare i propri benefici personali invece che gli interessi degli azionisti.

questo riguardo è stato il Rapporto Nora del 1969, che istituiva i *contrats de programmes* per concedere alle imprese pubbliche maggiore autonomia, più di un decennio prima che queste politiche riceversero attenzione internazionale a seguito della *corporatisation* intrapresa in Nuova Zelanda. In secondo luogo va considerato come le élite francesi condividano un passato nei *grands corps* (si veda *infra*). Questo può aver indotto gli agenti (manager) a fornire al principale (il ministro) informazioni e valutazioni confidenziali sulla *performance* delle imprese pubbliche, ciò che costituirebbe un'alternativa fuorimercato all'internalizzazione delle relazioni d'agenzia cui si giunge attraverso le fusioni e l'integrazione verticale. In terzo luogo, questi autori sostengono che l'esistenza di un mercato unico per il lavoro manageriale avrebbe spinto i dirigenti delle imprese pubbliche a massimizzare i profitti d'impresa piuttosto che a soddisfare i desideri degli uomini politici. Questi fattori dovrebbero aver reso le imprese pubbliche altrettanto efficienti quanto le loro omologhe nel settore privato.

Quattro indicatori (efficienza produttiva, costi e tariffe, risultati finanziari ed efficienza dinamica) appaiono appropriati per valutare la *performance* delle imprese pubbliche, nonostante non sia omogenea la loro utilità a scopi comparativi. A dispetto di considerevoli problemi metodologici,⁹ un'ampia letteratura specializzata nel comparare l'*efficienza produttiva* di imprese private e pubbliche in settori e paesi differenti suggerisce che, per date strutture di mercato e di assetto regolatorio, non si registra un chiaro differenziale di *performance* (si vedano Pestieau e Tulkens 1993). Estrin e Pérotin (1991) citano in questo senso studi che giungono alla conclusione che in Francia alle nazionalizzazioni corrispose un miglioramento della *performance*, mentre la privatizzazione non provocò alcun cambiamento significativo.

Concentrandosi su *costi e tariffe* dei servizi pubblici, il settore francese delle telecomunicazioni «non sembra meno efficiente che negli altri paesi [dell'Unione Europea] in termini di costi operativi e qualità del servizio» (OECD 1989a, p. 72). France Télécom opera

⁹ Quali «problemi nel misurare alcune variabili fondamentali (come l'efficienza allocativa), la relativa scarsità di casi in cui si possano fare paragoni precisi tra imprese pubbliche e private, lo scarso tempo trascorso dopo le privatizzazioni e le difficoltà nel distinguere gli effetti sull'efficienza dovuti al cambiamento di proprietà, alla concorrenza e alle politiche di regolamentazione» (Vickers e Yarrow 1991, p. 117).

con più linee telefoniche per addetto rispetto alla Deutsche Telekom e, sia pur di poco, alla British Telecom, sebbene tutte queste compagnie telefoniche siano ampiamente superate dalle *baby Bells* negli Stati Uniti.¹⁰ In termini di digitalizzazione della rete – un elemento chiave per consentire la convergenza tra telecomunicazioni e tecnologia dell'informazione – la Francia è all'avanguardia, con il terzo tasso di penetrazione tra i paesi OCSE (OECD 1995b, tavola 4.5). Altri indicatori comparativi (Goldstein e Nicoletti 1995, tavola 1) mostrano come le tariffe telefoniche ed elettriche siano in media allineate a quelle del resto d'Europa, mentre la SNCF, nonostante perdite e debiti, è considerata una delle migliori compagnie ferroviarie al mondo (OECD 1995a, p. 95).

I *risultati finanziari* costituiscono un indicatore superficiale dell'efficienza allocativa, anche se sono meno appropriati per comparazioni dato che gli obiettivi delle imprese pubbliche differiscono dalla pura massimizzazione dei profitti e comprendono invece elementi quali le politiche regionali e industriali.¹¹ Nel periodo 1992-94, le imprese pubbliche in rosso (escludendo quelle, come SNCF e La Poste, obbligate a garantire l'universalità del servizio) hanno accumulato perdite per complessivi 83 miliardi di franchi (circa 25 mila miliardi di lire). I settori cui è corrisposto il maggior passivo sono stati quello creditizio, il trasporto aereo, l'aeronautica, la siderurgia e l'elettronica. Per alcuni di questi settori si può parlare di crisi a livello europeo. I problemi del Crédit Lyonnais, tuttavia, appaiono ascrivibili a carenze nei meccanismi di governo societario. Due diverse inchieste – condotte dall'Assemblea Nazionale (luglio 1994) e dalla Cour de Comptes (ottobre 1995) – hanno in effetti individuato nella cattiva gestione e nella passività dello stato-azionista le principali cause delle perdite accumulate tra il 1987 e il 1993. L'esposizione alle pressioni concorrenziali può accelerare il risanamento. Così, mentre per Air France le rendite consentite da un ambiente di mercato protetto hanno rinviato l'adozione di misure di ristrutturazione, Usinor-Sacilor, l'impresa siderurgica, è stata capace di migliorare considerevolmente la propria *performance* finanziaria nei primi anni Novanta sotto

¹⁰ *Financial Times*, 13 luglio 1995.

¹¹ Si veda, ad esempio, l'intervista con Gérard Longuet, Ministro dell'industria, *Le Nouvel Economiste*, 15 ottobre 1993, p. 64. Il rapporto 1992 dello *Haut conseil du secteur public* metteva in guardia contro il pericolo che la Commissione delle Comunità Europee, concentrandosi sugli obiettivi della liberalizzazione e della *deregulation*, potesse ostacolare il dovere delle imprese pubbliche francesi di garantire l'universalità del servizio (Bizaguet 1993, p. 755).

le pressioni congiunte della concorrenza estera e della Commissione di Bruxelles. Per quanto non considerato nel valutare la convergenza ai criteri di Maastricht, il debito delle imprese pubbliche è poi assai elevato. Esso ammontava a 620 miliardi di franchi alla fine del 1994, cioè a poco meno del 20% dell'intero stock di debito pubblico, ed equivaleva a 1,6 volte il capitale proprio.¹²

Coerentemente con la seconda tra le giustificazioni dell'intervento pubblico cui si è fatto riferimento, un ulteriore indicatore della capacità delle imprese pubbliche di raggiungere i propri obiettivi e giustificare la propria particolare natura è costituito da internazionalizzazione e intensità nella ricerca e sviluppo, considerati *proxies* di *efficienza dinamica*. La capacità del sistema economico francese di modificare la propria specializzazione competitiva è stata tradizionalmente motivo di preoccupazione per le autorità, che hanno spesso visto la risposta nell'aiuto pubblico e nell'intervento diretto (OECD 1989a). Molte imprese pubbliche operano in settori ad alta tecnologia; in maniera simmetrica, un gran numero delle imprese francesi che occupano posizioni d'avanguardia nei rispettivi mercati sono a partecipazione statale. Mentre è ovviamente impossibile valutare se un'impresa privata sarebbe stata capace di operare in maniera dinamicamente più efficiente (investendo ad esempio in progetti più innovativi oppure in mercati esteri più dinamici), vari indicatori suggeriscono che le imprese pubbliche francesi che operano su mercati oligopolistici globalizzati si comportano più o meno come i concorrenti stranieri, di solito privati. Nel 1993, tra gli 11 gruppi francesi più globalizzati (in termini di incidenza delle vendite estere sul fatturato totale), sei erano pubblici, così come la metà delle 12 maggiori imprese francesi in termini di valore degli investimenti esteri (UNCTAD 1994, tavola I.2).¹³ Anche i dati relativi ai brevetti concessi dallo US Patent Office nel 1992 mostrano l'importanza della presenza pubblica (quattro delle sei imprese francesi), mentre tra le sette imprese che più investivano in R&S in Francia nel 1992-93, sei erano pubbliche.¹⁴ Nondimeno, la proprietà pubblica e la maggiore sindacalizzazione

¹² Per un campione di 225 società francesi, il rapporto debito-capitale proprio era pari a 0,875 nel 1991 (Rajan e Zingales 1995, tavola II).

¹³ I dati dell'UNCTAD, tuttavia, mostrano anche come nel periodo 1990-92 cinque di queste società abbiano registrato un tasso di crescita dei propri investimenti esteri inferiore alla media (UNCTAD 1994, tavola I.3).

¹⁴ *Business Week*, 9 agosto 1993, pp. 49-54, e *ibidem*, 27 giugno 1994, pp. 44-49.

che spesso ne consegue si sono dimostrati ostacoli al perseguimento di accordi strategici, come dimostrato nel 1993 dal fallimento delle trattative tra Renault e Volvo.

3. Le privatizzazioni dal 1986: fatti e critiche

Il piano di privatizzazioni del governo Chirac negli anni Ottanta fu tra i maggiori nell'area OCSE. Un'elenco (Legge n. 793) reso noto a luglio 1986 prevedeva la vendita di 65 imprese pubbliche entro febbraio 1991. La maggior parte di queste erano entrate a far parte del settore pubblico in occasione delle nazionalizzazioni del 1945 e del 1982: in quello che può considerarsi un tipico esempio di privatizzazioni "tattiche", la nuova maggioranza vide nel ribaltamento delle politiche seguite dal governo socialista tra il 1981 e il 1986 una mossa appropriata per segnalare il mutato clima politico e per promuovere «un programma proprio che differisse dalle politiche altrimenti assai conservatrici dei socialisti» (Feigenbaum e Henig 1994, p. 192).

Riflettendo motivi storici, ciascun paese ha adottato soluzioni istituzionali differenti per quanto riguarda il dettaglio del dettato legislativo, il grado di centralizzazione delle procedure di vendita e l'introduzione di meccanismi di supervisione e garanzia (Goldstein e Nicoletti 1995, tavola 2). La Francia adottò nel 1986 una dettagliata Legge-quadro (n. 912, emanata in agosto) e istituì un comitato *ad hoc* (Commission de la privatisation) per sorvegliare il procedere del processo di privatizzazione. Allorché la sconfitta del centro-destra alle elezioni del 1988 portò alla sospensione delle dismissioni, 31 banche e imprese finanziarie e non, che impiegavano complessivamente oltre mezzo milione di persone, erano già state cedute, per un gettito totale di circa 70 miliardi di franchi. Queste imprese operavano in settori concorrenziali e presentavano una buona redditività finanziaria, non vi fu pertanto bisogno di introdurre modifiche alla regolamentazione e/o di realizzare lunghi piani di ristrutturazione, un fattore che permise di accelerare considerevolmente il processo di privatizzazione.

Tra le società privatizzate, 12 vennero cedute almeno in parte mediante offerte pubbliche sul mercato azionario nel breve periodo tra novembre 1986 e gennaio 1988. Visto che il "capitalismo popolare" fu esplicitamente incluso tra gli obiettivi del piano, si fece ricorso

a vari incentivi, quali la priorità data ai piccoli azionisti in caso di eccesso di domanda, la distribuzione di un'azione gratuita ogni 10 acquistate in occasione della privatizzazione e conservate per almeno 18 mesi e sostanziosi sconti per i dipendenti sul prezzo delle azioni loro riservate. Nella maggior parte dei casi l'offerta si rivelò insufficiente, contribuendo ad accrescere il numero di francesi detentori di titoli, da 1,7 milioni nel 1982 a 6,2 milioni nel 1987. Anche i dipendenti risposero con entusiasmo¹⁵ e lo stesso fecero gli investitori istituzionali stranieri, ciò che rese la Borsa di Parigi una delle più internazionalizzate (in termini di possessi azionari dei non residenti) in Europa continentale.

Se le privatizzazioni riuscirono ad ampliare la diffusione della proprietà azionaria, non è detto che esse siano state il meccanismo più opportuno per raggiungere questo scopo: prendendo come termine di paragone lo sconto medio delle offerte pubbliche di società private francesi, Jenkinson e Mayer (1988) stimano che i proventi non incassati a causa dell'*underpricing* siano corrisposti al 10% del gettito effettivamente realizzato. La Commissione per le privatizzazioni aveva in teoria il compito di assicurare la massimizzazione del gettito derivante dall'alienazione del patrimonio pubblico; essa invece sembrò assecondare le priorità politiche del governo optando in quasi tutte le privatizzazioni per il prezzo d'offerta più basso tra quelli proposti dalle banche d'investimento (Cartelier 1992).

Altre critiche hanno riguardato gli effetti delle privatizzazioni sugli equilibri di potere economico. Come illustrato più avanti, il cuore del mondo degli affari francese è costituito da gruppi mutualmente associati attraverso una complessa rete di partecipazioni incrociate. Al fine di assicurare stabilità nel controllo delle società privatizzate, quanto meno negli anni immediatamente successivi, il governo cedette quote di controllo a un "nocciolo duro" (*noyau dur*) di azionisti. A seconda della società, i noccioli variarono tra il 18,2 e il 30% del capitale e a ciascun membro corrispose una partecipazione compresa tra lo 0,5 e il 5%. I membri dei noccioli vennero selezionati per mezzo di vendite private (*vente de gré à gré*), con un prezzo fisso

¹⁵ In tutti i casi, almeno la metà dei dipendenti hanno aderito ai piani di proprietà e in tutti i casi la domanda ha superato l'offerta (Pensier 1994, p. 6). Tutti i dati su numero e caratteristiche dei piccoli azionisti provengono da un sondaggio SOFRES per la Banque de France.

leggermente superiore a quello delle offerte pubbliche.¹⁶ Varie critiche vennero sollevate a riguardo:

– là dove proteggere le società dal rischio di scalata doveva consentire loro di privilegiare obiettivi di lungo periodo, non venne seguita alcuna logica strategica nella definizione della composizione dei noccioli duri, visto che i rispettivi membri, ognuno con una partecipazione quasi risibile, erano sovente guidati da motivazioni puramente speculative;¹⁷

– il prezzo non riflesse in maniera adeguata l'esistenza di un premio di controllo;

– l'intero processo fu carente quanto a trasparenza, visto che il Ministro dell'economia e finanze nominava i membri della Commissione e conservava importanti poteri discrezionali in sede di scelta finale;

– le salvaguardie per i piccoli azionisti nei confronti dei manager e degli azionisti di controllo furono insufficienti.

A seguito del ritorno al potere dei socialisti nel 1988, tutte le dimissioni che rimanevano dell'elenco di Chirac vennero sospese. La strategia del *ni-ni* prevedeva che non si procedesse neppure a nuove nazionalizzazioni, lasciando quindi immutate dimensione e diversificazione del settore pubblico. Il sistema francese di privatizzazioni, tuttavia, se richiede un complesso quadro legale per alienare le partecipazioni dirette dello Stato (*entreprises de premier rang*), concede nondimeno alle singole imprese ampi margini di manovra per quanto riguarda acquisto e vendita di filiali.

Tra il 1988 e il 1991, la *respiration du secteur public* riguardò 1.600 società, due terzi delle quali entrarono nel settore pubblico mentre un terzo ne uscì. Il numero di imprese pubbliche passò da 2.000 a 2.600 e il loro complessivo livello occupazionale da 1.355.000 a 1.763.000 unità (Chabanas e Vergeau 1993a). La modifica più importante riguardò lo status giuridico di France Télécom e La Poste, precedentemente gestite in forma diretta dal Ministero per le poste e

¹⁶ Il premio di controllo crebbe dal 2,5% per Paribas (febbraio 1987) al 10% per Matra (febbraio 1988), sebbene la Commissione per le privatizzazioni avesse acconsentito con riluttanza alla decisione del governo di fissare prezzi superiori per le vendite *de gré à gré* (CLES 1993). Un'alternativa sarebbe stata quella di indire un'asta tra gli investitori interessati a partecipare ai noccioli duri.

¹⁷ Una legge del 1988 liberò i membri dei noccioli duri da ogni vincolo sul libero trasferimento delle azioni.

telecomunicazioni, che divennero imprese pubbliche nel 1991.¹⁸ Lo stesso avvenne per gli stabilimenti industriali del Ministero della difesa, trasferiti nel 1990 a una nuova società per azioni, la GIAT. Nel 1989, le compagnie pubbliche di assicurazione vennero autorizzate a emettere azioni prive di diritto di voto fino alla concorrenza di un quarto del capitale. Nel 1990 la Renault – obbligata l'anno precedente a chiudere lo stabilimento di Billancourt in contropartita del condono da parte dello stato di un debito di 12 miliardi – scambiò un'importante partecipazione azionaria con la Volvo. Emettendo titoli privi di diritto di voto sotto forma di *certificats d'investissement*, alcune imprese pubbliche aprirono il proprio capitale a investitori privati; Elf Aquitaine e Rhône-Poulenc ottennero inoltre l'ammissione alla quotazione sulla Borsa di New York. In forma speculare, Air France acquisì il controllo della UTA, la sua principale concorrente, e Framatome, uno dei maggiori produttori mondiali di centrali nucleari, tornò nella sfera pubblica, sebbene Alcatel abbia conservato una partecipazione di minoranza.

4. Le privatizzazioni a partire dal 1993

Quadro legale

Nel maggio 1993, il governo Balladur rese pubblica la lista delle imprese pubbliche in vendita (tavola 1).^{19,20} Il governo annunciò esplicitamente la propria intenzione di limitare le privatizzazioni al settore concorrenziale, sebbene non vi fosse alcun riferimento

¹⁸ L'occupazione in queste due imprese era pari a 450.000 unità nel 1991; pertanto la loro inclusione nel sistema delle imprese pubbliche è sufficiente a spiegare l'aumento dei livelli occupazionali.

¹⁹ Le privatizzazioni non furono oggetto di controversie nelle elezioni del 1993. Il centro-destra le includeva in maniera esplicita nella propria piattaforma elettorale, sottolineando come la vendita di imprese pubbliche avrebbe consentito di migliorare il bilancio pubblico; il partito socialista, allora al potere, non usava il termine "privatizzazione", ma faceva più vagamente riferimento al «proseguimento dell'apertura [del capitale] delle imprese pubbliche al servizio delle strategie industriali», proponendosi di destinare il gettito alla capitalizzazione del sistema previdenziale pubblico. I programmi sono riportati in *Le Monde*, 2 marzo 1993.

²⁰ Oltre alla lista delle 21 imprese pubbliche, il governo pubblicò nel luglio 1993 un primo calendario, che comprendeva BNP, Rhône-Poulenc, Elf Aquitaine e Banque Hervet. In agosto si decise di iniziare con la vendita di BNP. Banque Hervet venne in pratica esclusa dal calendario.

legislativo che circoscrivesse questo sottoinsieme dell'universo delle imprese pubbliche (Durupty 1993). Oltre che le imprese di pubblica utilità e la Caisse de dépôts, le maggiori imprese non finanziarie escluse dalla lista furono quelle operanti nel settore della difesa (CEA-Industrie, Dassault e GIAT). A differenza di ciò che avvenne nel 1986, nessun limite temporale venne fissato per la cessione delle 21 candidate, per dodici delle quali la privatizzazione era già stata decisa nel 1986.

TAVOLA 1

L'ELENCO DELLE IMPRESE DA PRIVATIZZARE

Società	Settore	Classifica ^a	Partecipazione pubblica (%)	Data di nazionalizzazione
Aérospatiale	Aeronautica	30	74	1936
AGF	Assicurazioni	4	65	1946
Air France	Aviazione	26	99	1945
Banque Herve	Credito	90	55	1982
BNP	Credito	3	73	1945
Bull	Elettronica	46	72	1982
Caisse Centrale Réassurance	Assicurazioni	36	100	1946
CNP	Assicurazioni	6	42	1868
Compagnie Gén. Maritime	Trasporti	..	100	1933
Crédit Lyonnais	Credito	1	52	1945
Elf Aquitaine	Petrolio	1	51	1941
GAN	Assicurazioni	5	79	1946
Pechiney	Alluminio	22	55	1982
Renault	Automobili	2	80	1945
Rhône-Poulenc	Chimica	15	43	1982
SEITA	Tabacchi	82	100	1959
Société Marseillaise du Crédit	Credito	46	100	1982
SNECMA	Aeronautica	56	97	1945
Thompson	Elettronica	18	82	1982
UAP	Assicurazioni	1	53	1946
Usinor-Sacilor	Siderurgia	13	80	1981

^a Per ciascuna società, la posizione in classifica è calcolata in termini di fatturato (imprese non finanziarie), depositi (banche) o premi (compagnie d'assicurazione).

.. = non disponibile.

Fonti: *Le Monde*, 28 maggio 1993; "Le classement annuel des entreprises par secteurs d'activités", *Le Nouvel Economiste* (1993), 36^a edizione.

La nuova Legge sulle privatizzazioni (n. 923) del luglio 1993 ha reiterato i principali elementi del testo del 1986, modificandone alcune norme e aggiungendone di nuove. Mentre nel 1986 le privatizzazioni erano circoscritte per legge alle imprese contenute nell'elenco del governo, il nuovo testo ha ampliato il raggio di imprese pubbliche alienabili alle holding a partecipazione statale che possiedono altre imprese pubbliche indicate nella legge. Le imprese pubbliche possono inoltre essere cedute per *tranches* successive (mentre il testo del 1986 prevedeva unicamente dismissioni complete) e gli investitori possono pagare ratealmente le proprie azioni (entro un periodo massimo di 3 anni). Al fine di aumentare la trasparenza in sede di selezione dei membri dei noccioli duri, la legge ha concesso maggiori poteri alla Commissione per le privatizzazioni, il cui consenso non è invece più necessario per le privatizzazioni minori. La Legge e successivi decreti hanno inoltre apportato varie modifiche ad alcune disposizioni statutarie che avrebbero potuto rappresentare ostacoli alla privatizzazione, totale o parziale, di Renault (norme concernenti la rappresentanza dei dipendenti nel consiglio e l'acquisto di azioni da parte di investitori esteri), Elf Aquitaine (partecipazione indiretta da parte dello stato attraverso ERAP e monopolio pubblico del trasporto di gas naturale) e SEITA (monopolio legale della vendita di tabacco e fiammiferi e collaborazione tra l'impresa e gli agricoltori).

I limiti alla partecipazione di investitori stranieri sono stati fortemente ridotti,²¹ mentre condizioni più restrittive sono state introdotte riguardo all'utilizzo dell'*action spécifique*. La legge precedente si limitava a imporre agli azionisti interessati all'incremento della propria quota in una società privatizzata l'obbligo di ottenere l'autorizzazione del Ministro dell'economia, fissando un limite quinquennale all'esercizio di tali poteri speciali. Il nuovo testo prevede invece che il tetto che fa scattare l'obbligo di autorizzazione sia fissato caso per caso, che la *golden share* del governo abbia una durata indefinita (ma

²¹ La Legge del 1986 vietava le partecipazioni straniere superiori al 20%, mentre solo i cittadini francesi potevano godere degli incentivi per i piccoli azionisti. Ciò in flagrante contrasto con due articoli del Trattato di Roma, che impongono che uguale trattamento venga riservato a tutti i cittadini (articolo 7) e a tutti gli investitori (articolo 221) degli stati membri dell'Unione Europea. Secondo la nuova legge, il limite del 20% si applica solo agli investitori al di fuori dell'UE - in quanto tale tetto viene calcolato rispetto alle sole partecipazioni pubbliche cedute in occasione delle privatizzazioni - e può essere superato allorché la partecipazione viene acquisita nel quadro di un accordo di cooperazione commerciale, industriale o finanziaria. Gli incentivi finanziari sono infine estesi a tutti i cittadini comunitari.

che in ogni società, una volta abolita non possa essere reintrodotta), che possa essere emessa anche nelle filiali di imprese pubbliche e che dia allo stato il diritto di nominare alcuni amministratori, sia pur privi di diritto di voto. Inoltre, sempre secondo la Legge del 1993, è possibile inserire negli statuti societari una norma che conceda allo stato il diritto di veto sulla vendita di determinati beni patrimoniali, se ciò mette in pericolo non meglio identificati "interessi nazionali". Il Ministro dell'economia conserva inoltre il diritto di opporsi all'acquisto da parte di investitori esteri di partecipazioni superiori al 5% in società privatizzate che operano nella sfera dell'ordine e della salute pubblica e nella produzione e/o commercio di armi e altri materiali bellici.

Misure di ristrutturazione

L'elenco del 1993 comprendeva sia imprese in attivo immediatamente disponibili per la vendita sia imprese in perdita. Per queste ultime, in tutti i paesi le autorità hanno dovuto decidere se adottare laboriosi piani di ristrutturazione o trasferirne immediatamente il controllo a investitori privati e lasciare che fosse il mercato a decidere la sorte. Anche se si sostiene di solito che solo il privato sia capace di trasformare imprese decotte in unità produttive gestite secondo criteri di economicità, sono molti i paesi, dalla Gran Bretagna e il Cile negli anni Ottanta all'Italia nel più recente passato, che hanno adottato un approccio pragmatico, consistente nello scorporo, liquidazione e chiusura di alcune attività, nella sostituzione dei quadri dirigenti, nella riduzione dei livelli occupazionali e nella ristrutturazione finanziaria e patrimoniale. Il ricorso agli aiuti pubblici, quanto meno in ambito comunitario, è stato assai cauto, in quanto la Commissione ha sempre più spesso condizionato il proprio consenso all'adozione e successiva realizzazione di rigorosi obiettivi di ristrutturazione.²² L'articolo 90 del Trattato di Roma, che concerne gli aiuti di stato, stabilisce infatti che un'impresa a partecipazione statale può ricevere soltanto un sussidio a fini di ristrutturazione, sebbene questo tetto non comprenda altri aumenti di capitale considerati legittimi nella misura in cui anche un "ragionevole" investitore privato si comporterebbe nella stessa maniera.

²² In una decisione del luglio 1995 concernente una sovvenzione del governo greco a un'impresa di cementi a proprietà pubblica, la Corte Europea di prima istanza ha posto il proprio veto all'approvazione della Commissione, ritenendo che questa avesse prestato insufficiente attenzione agli effetti delle misure di sostegno sulla concorrenza e sul commercio tra paesi membri.

La tavola 2 contiene un riassunto delle misure di ristrutturazione messe in pratica a partire dal 1993:

– in quasi tutte le imprese pubbliche i dirigenti che erano stati nominati dalla precedente maggioranza sono stati rimossi: al di là dei risultati ottenuti, il governo ha ritenuto che soltanto nuovi manager potessero manifestare il necessario entusiasmo verso le privatizzazioni;

– alcune imprese pubbliche hanno ridotto i livelli occupazionali e rifocalizzato le proprie attività intorno a un numero limitato di settori. Elf Aquitaine ha ceduto partecipazioni in Pinault-Printemps (grande distribuzione) e Compagnie générale des eaux; Air France ha venduto la catena alberghiera Meridien e partecipazioni nelle linee aeree belga e cecoslovacca; Pechiney ha ridotto la propria quota in Carbone Lorraine e ceduto altre partecipazioni ritenute non-strategiche;

– varie aziende hanno ricevuto, direttamente o indirettamente, aiuti pubblici. Un prestito obbligazionario sottoscritto dalla Caisse de dépôts nel 1993 ha consentito di raccogliere 1 miliardo e mezzo di franchi per aumentare il capitale di Air France, che ha anche ricevuto direttamente aiuti di stato nel 1994 (10 miliardi) e 1995 (5 miliardi).²³ Nel 1993, France Télécom ha acquistato il 17% di Bull, che ha anche ricevuto un apporto di capitale di 11 miliardi, per approvare il quale la Commissione ha obbligato il governo francese a cedere entro la fine del 1995 il controllo della società.²⁴ Nel 1994, il governo ha destinato 18,4 miliardi a garanzia dell'OIG, una speciale struttura societaria scorporata dal Crédit Lyonnais per gestirne una parte del portafoglio inesigibile, e ha approvato l'anno successivo un nuovo piano di salvataggio.²⁵ Sempre nel 1994, Aérospatiale ha ricevuto 2

²³ Nel 1996, SAS, la compagnia aerea scandinava, ha presentato una denuncia di fronte alla Commissione, accusando Air France di utilizzare l'aiuto pubblico per ridurre le proprie tariffe, infrangendo pertanto le condizioni imposte per approvare il salvataggio della compagnia francese.

²⁴ Un gruppo d'impres (NEC, Motorola, Dai Nippon Printing e IPC) ha deciso ad aprile 1995 di partecipare alla privatizzazione parziale di Bull.

²⁵ OIG è stato creato per evitare che i crediti in sofferenza del Crédit Lyonnais ne deprimano gli standard di solvibilità sotto il minimo dell'8% imposto dalla Banca dei Regolamenti Internazionali (*Cooke ratio*). L'accordo del 1995 prevede che questi crediti vengano trasferiti a una società *ad hoc* (CDR), finanziata con un prestito di 135 miliardi di franchi concesso dalla SPBI, una società d'intermediazione controllata dallo stato; il Crédit Lyonnais, in cambio, concede alla SPBI un prestito di 145 miliardi. Il CDR viene gestito direttamente dal Crédit Lyonnais, ma sotto stretta sorveglianza da parte dello stato. In contropartita del salvataggio, la banca è obbligata a ottemperare a una serie di obiettivi finanziari e a ridurre sensibilmente le proprie attività, cedendo in particolare una parte considerevole delle partecipazioni industriali e della rete di filiali estere.

MISURE DI RISTRUTTURAZIONE NELLE IMPRESE PUBBLICHE FRANCESI

Società	Risultato d'esercizio (miliardi FF)			Aiuti di stato dal 1993 (miliardi FF)	Nomina del PDG	Variazione occupazione (1992-94, in %)
	1992	1993	1994			
Aérospatiale	-2,4	-1,4	-0,5	2,0	1992	-14
AGF	1,5	1,0	0,9		gen. 1994	+19
Air France	-3,3	-8,5	-3,5	8,2	ott. 1993	+16
Banque Hervet	-0,2	-1,2	0,1	1,4	1989	..
BNP	2,2	1,0	1,7 ^P		mag. 1993	-3
Bull	-4,7	-5,1	-2,0	7,0	ott. 1993	-14
Caisse Cent. Réass.	0,2	0,3	0,3		1989	+1
CNP	1,1	1,3	1,4		1992	..
Comp. Gén. Maritime	-0,7	..	-1,0		1992	-23
Crédit Lyonnais	-1,8	-6,9	-12,1		nov. 1993	-11
Elf Aquitaine	6,2	1,1	-5,4 ^P		ott. 1993	+2
GAN	0,4	0,4	-5,3		lug. 1994	-72
Pechiney	0,2	-1,0	-3,8		1994	-5
Renault	5,7	1,1	3,6		1992	-6
Rhône-Poulenc	2,2	1,8	3,0 ^P		1986	-2
SEITA	0,4	0,6	0,7 ^P		1993	-3
Soc. Marseillaise Crédit	-0,5	-0,3	-1,2	0,8	1992	..
SNECMA	-0,8	-0,8	-2,2		1992	-11
Thompson	-0,5	-3,0	-2,2		1982	-2
UAP	1,1	1,4	1,6 ^P		nov. 1993	+24
Usinor-Saciilor	-2,4	-5,7	1,5 ^P	0,7	set. 1986	-31
Electricité de France	1,9	2,1	1,3		nov. 1995	-1
France Télécom	3,3	4,8	9,9		set. 1995	-2
Gaz de France	1,6	1,1	1,4		ott. 1993/gen. 1996	-1
La Poste	0,1	-1,2	0,2		..	-1
SNCF	-3,0	-7,7	-8,4	1,8	1994/dic. 1995	+9

P = privatizzata

.. = non disponibile

Fonte: Ministère de l'Economie, Direction du Trésor; "Le classement annuel des entreprises par secteurs d'activités", *Le Nouvel Economiste* (vari anni), Dictionnaire Lafayette (1995), *Who's who in France*, 26^a edizione.

miliardi dallo stato, utilizzati per ridurre la propria posizione debitoria. Il Tesoro ha infine proceduto alla ricapitalizzazione della GAN (trasferendole azioni di sua proprietà in Elf Aquitaine e CIC per un valore totale di 2,8 miliardi) e del Comptoir des Entrepreneurs, un gruppo finanziario controllato dall'AGF.

Risultati

Al fine di allettare i piccoli azionisti, la Legge del 1993 ha consentito il pagamento rateale delle azioni, facoltà utilizzata in un numero ridotto di casi. Il cosiddetto *emprunt Ballardur* ha costituito la principale agevolazione finanziaria. Le obbligazioni quadriennali - emesse a metà del 1993 con lo stesso trattamento fiscale favorevole dei PEA (piani di risparmio in azioni) e con un tasso di rendimento in linea con quello delle SICAV (fondi d'investimento monetario fiscalmente esenti) - hanno permesso di raccogliere 110 miliardi di franchi, dando ai detentori (1,4 milioni) l'opzione di conversione in azioni di imprese pubbliche. Il calo dei tassi d'interesse ha ulteriormente attratto i piccoli azionisti. Per quanto riguarda gli investitori istituzionali, a partire dal 1993 sono state adottate nuove tecniche, come il *book-building* e il *greenshoe*.²⁶

Dalla fine del 1993 nove imprese pubbliche sono state completamente o parzialmente privatizzate sul mercato azionario; i proventi complessivi hanno superato i 120 miliardi (tavola 3).²⁷ In tutti i collocamenti la domanda è stata superiore all'offerta, sebbene con ampi margini di variazione; anche l'*underpricing* è variato molto, rimanendo generalmente al di sotto dei livelli raggiunti nel periodo 1986-88. Nella maggior parte dei casi l'azionista pubblico ha ridotto a zero la propria quota residua; partecipazioni importanti rimangono in SEITA ed Elf Aquitaine, mentre le difficoltà incontrate nel trovare

²⁶ La *greenshoe technique* permette di limitare le oscillazioni di prezzo dopo un collocamento: il capo-fila del consorzio di collocamento può aumentare la quantità di azioni offerta di una percentuale fissa (di solito fino al 15%) ed entro un termine prestabilito (di solito 30 giorni). Per quanto riguarda i piccoli azionisti, è stata utilizzata la *pre-marketing technique*, che consente nel periodo che precede l'annuncio del prezzo di valutare la domanda in termini di somma massima (e non di numero di titoli) che gli investitori sono disposti a investire.

²⁷ All'inizio del 1996, il governo ha venduto la quota pubblica residua in Total, la società petrolifera, ricorrendo per la prima volta in Francia a una vendita a fermo. Questo metodo consiste nell'acquisto di titoli in conto proprio da parte di una banca, che poi li rivende a un prezzo superiore sul mercato.

LE PRIVATIZZAZIONI DAL 1993 AL 1996

Società	Data	Ricavi netti (miliardi FF)	Domanda/ offerta	Underprice %	Rendimento mercato (%)	Tipo di azionisti			
						Governo	Famiglie/ dipendenti	Investitori professionali	Nocciolo duro
BNP	ott. 1993	27.280	5,2	18,3	-19,9	2	53	15	29
Rhône-Poulenc	nov. 1993	16.502	4,5	11,8	-1,3	2	63	11	24
Elf Aquitaine	feb. 1994	33.734	3,0	8,8	-5,8	13	46	31	10
UAP	mag. 1994	17.971	2,5	3,2	-32,0	3	44	15	38
Renault	nov. 1994	7.901	1,4	12,1	-22,1	53	31	11	5
SEITA	feb. 1995	5.567	..	3,0	71,3	13	39	23	25
Usinor-Sacilor	lug. 1995	10.022	2,1	2,5	-11,7	10	24	49	17
Pechiney	dic. 1995	4.300	1,3	-10,0	16,0	9	48	29	14
AGF	mag. 1996	8.500	4,5	11,0	8,8	0	27	48	25

"Investitori professionali" comprende istituti di credito, investitori istituzionali e holding finanziarie. Nel caso di Renault, non è inclusa la vendita del 6% a istituzioni finanziarie conclusa a luglio 1996 (si veda tavola 7); il dato "Famiglie e dipendenti" comprende anche gli investitori istituzionali, mentre "Investitori professionali" comprende le azioni detenute dalla Volvo. Nocciolo duro fa riferimento a tutte le quote di proprietà dei membri, non solo alle quote acquisite dallo stato in occasione delle privatizzazioni (che sono riportate separatamente nella tavola 7). Per Pechiney e AGF, gli investitori riportati in nocciolo duro sono azionisti di riferimento che non sono però formalmente legati da nessun patto.

L'underprice è calcolato come la differenza tra il prezzo di vendita e l'ultimo prezzo precedente al classamento oppure il primo prezzo dopo la privatizzazione; il rendimento di mercato è calcolato come la differenza tra il prezzo di vendita e il prezzo al 23 giugno 1996 (al netto della distribuzione di azioni gratuite come premio di fedeltà).

Fonti: Assemblée Nationale (1995), *Rapport fait au nom de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi de finances pour 1996*. Annexe no. 44; OECD (1995), *Economic Survey of France*; Datastream.

soci strategici hanno rallentato il proseguimento della privatizzazione della Renault. Contrariamente ad altri paesi OCSE come l'Italia e il Messico, i proventi delle dismissioni sono stati utilizzati per ridurre il disavanzo di bilancio; visto però che la metodologia adottata per valutare il grado di convergenza rispetto ai criteri di Maastricht proibisce questa pratica, dal 1995 il gettito delle privatizzazioni è stato destinato al riacquisto del debito pubblico.

Le privatizzazioni hanno registrato una temporanea interruzione prima delle elezioni presidenziali dell'aprile 1995. All'incertezza sui risultati si aggiunsero alcune dichiarazioni del candidato socialista che proponevano un'immediata sospensione del programma in caso di vittoria. Di fronte alle difficoltà incontrate nel vendere alcune compagnie di assicurazione e imprese manifatturiere in crisi, alle condizioni non favorevoli del mercato borsistico e alla concorrenza esercitata da altri governi anch'essi impegnati in programmi di privatizzazione, il nuovo governo Juppé dovette ridimensionare le previsioni di gettito per il 1995 (da 50 a 40 miliardi). Il programma riprese a metà anno con la cessione di Usinor-Sacilor. Per tre gruppi - Pechiney, Renault e CGM²⁸ - la privatizzazione era prevista entro la fine del 1995, ma alla prova dei fatti solo il primo è stato ceduto, sia pur con difficoltà, mentre anche l'obiettivo fiscale rivisto per il 1995 è stato mancato.

Il futuro di molte imprese pubbliche manifatturiere rimane relativamente imprecisato. Dopo lunghi rinvii dovuti a motivi di sicurezza nazionale, la privatizzazione di Thompson è stata finalmente annunciata a febbraio 1996.²⁹ Lo stesso mese è stato reso noto un piano per creare un polo aeronautico civile e militare intorno alla fusione tra Aérospatiale e Dassault "entro due anni". Nonostante la resistenza degli azionisti privati di Dassault - una società in attivo di cui lo stato detiene il 46% del capitale e il 51% dei diritti di voto - e le conclusioni di un'indagine del parlamento nel giugno 1996 che suggerivano di creare una holding comune, piuttosto che fondere le due società in un'unica entità, il governo ha proseguito sulla sua strada. Per quanto concerne Renault, alle difficoltà incontrate nella

²⁸ Renault e CGM sarebbero state le prime imprese pubbliche in perdita a essere completamente privatizzate, mentre Pechiney aveva registrato profitti netti per 658 milioni di franchi nel primo semestre 1995, dopo un risultato negativo nel corso del 1994.

²⁹ L'intenzione del governo è di cedere in un'unica soluzione sia la divisione che produce materiale per la difesa, in attivo, che quella multimedia, in perdita. Solo quote di minoranza in SGS-Thompson, la *joint venture* con Finmeccanica che produce *chips*, sono state finora classate.

ricerca di un socio strategico si è aggiunto il fatto che i corsi azionari sono caduti al di sotto del prezzo di collocamento. A seguito della decisione presa nell'estate 1996 di vendere un ulteriore 6% del capitale attraverso un collocamento privato con istituzioni finanziarie, la quota in possesso del Tesoro è scesa al di sotto del 50% mentre quella del *groupe d'actionnaires stables* si è rafforzata. I problemi di Framatome sono simili: le prospettive del suo mercato principale, la costruzione di centrali nucleari, sono depresse dai progetti comunitari di liberalizzazione dell'energia, ma i suoi margini di diversificazione sono scarsi fino a che la società non otterrà l'assenso del governo. La trasformazione di France Télécom in società per azioni, infine, venne originariamente avanzata nel 1995 ma fu ritirata di fronte alla dura opposizione dei dipendenti, timorosi di perdere le garanzie legate alla natura pubblicistica del proprio contratto. La nuova legge del settore delle telecomunicazioni, approvata nel 1996, prevede la creazione di una società per azioni di cui l'azionista pubblico conservi la maggioranza, il mantenimento del contratto di funzionario pubblico per gli attuali dipendenti e la possibilità per France Télécom di estendere le medesime garanzie ai nuovi assunti fino al 2001.

5. Alcune caratteristiche generali della *corporate governance* in Francia

Per poter analizzare le conseguenze delle privatizzazioni sulla *corporate governance* è in primo luogo necessario approfondire alcune caratteristiche fondamentali della struttura della proprietà e del funzionamento del governo societario nelle grandi imprese. La tavola 4 mostra la struttura della proprietà azionaria nei sei maggiori paesi industrializzati. In Francia e Italia il minor sviluppo del mercato borsistico rende necessario presentare due diversi insiemi di dati, uno relativo a tutte le società per azioni e uno riguardante invece le sole società quotate. La Francia è, dopo l'Italia, il paese in cui minore è la quota detenuta da istituzioni finanziarie. Il peso delle imprese non finanziarie è invece considerevole, nonostante la stima relativa alle sole società quotate mostri come esso sia inferiore rispetto a Giappone, Germania e Italia. Valutare la diffusione del "capitalismo popolare" appare più arduo, dato che le famiglie possono detenere azioni sia

TAVOLA 4

LA PROPRIETÀ AZIONARIA IN ALCUNI PAESI OCSE

	Francia		Stati Uniti	Giappone	Germania	Italia		Regno Unito
	Totale	Quotate				Totale	Quotate	
Istituzioni finanziarie	7,9	23,0	44,5	48,0	29,0	7,8	4,0	61,8
Banche	4,0	-	0,1	18,9	14,3	4,4	2,8	0,6
Assicurazioni	1,9	-	6,0	19,6	7,1	3,4	0,8	17,3
Altre	2,0	-	38,4	9,5	7,7	-	0,4	43,9
Istituzioni non finanziarie	92,1	77,0	55,5	52,0	71,0	92,2	96,0	38,2
Imprese non finanziarie	58,0	21,0	-	24,9	38,8	24,5	27,3	3,1
Famiglie	19,4	34,0	51,4	22,4	16,6	50,5	36,6	17,7
Settore pubblico	3,4	2,0	-	0,7	3,4	8,0	26,8	1,3
Non residenti	11,2	20,0	4,2	4,0	12,2	9,2	5,3	16,3

Fonti: Francia - totale (1994), INSEE, *Comptes nationaux*; Francia - quotate (1992), CREP, Université de Paris-Dauphine; Stati Uniti (1994), Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*; Giappone (1992), Japan Securities Research Institute (1992), *Securities Market in Japan*; Germania (1993), Deutsche Bundesbank (1994), "Entwicklung und Bedeutung der Geldanlage in Investmentzertifikaten", *Monatsbericht*, Bd. 46, Nr. 10; Italia - totale (1994), Banca d'Italia (1996), *Assemblea generale ordinaria dei partecipanti*, Appendice; quotate (1993), Barca, F. et al. (1994), *Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi*, il Mulino, Bologna; Gran Bretagna (1993), Central Statistical Office, *Share Register Survey Report*.

direttamente sia indirettamente attraverso fondi d'investimento, fondi pensione e compagnie d'assicurazione. Dopo la forte crescita registrata dalla Borsa nella prima metà degli anni Ottanta, il crollo del 1987 provocò un calo nel numero di azionisti fino al minimo di 4,5 milioni registrato nel 1992:³⁰ nei primi anni Novanta l'aumento dei tassi d'interesse rese meno conveniente l'investimento azionario, il cui peso nel portafoglio delle famiglie passò dal 22,6% nel 1986 al 12,2% nel 1992. Come in altri paesi dell'OCSE, i possessi indiretti attraverso investitori istituzionali sono cresciuti, sebbene il loro patrimonio rimanga limitato dato che il sistema previdenziale rimane basato sullo schema pubblico a ripartizione e i contratti di assicurazione sulla vita sono legati all'investimento in titoli a reddito fisso. Per di più, in

³⁰ I piccoli azionisti hanno un portafoglio poco diversificato: nel 1993 un quarto di questi deteneva titoli di una sola società.

Francia i fondi d'investimento mostrano una propensione all'investimento azionario assai inferiore che negli altri paesi OCSE (OECD 1995c, p. 13). Il peso della proprietà pubblica rimane infine elevato, sebbene sia sottostimato dal fatto che le azioni possedute dalle *grandes entreprises nationales* (pubbliche) vengono classificate come se appartenessero a imprese (private) non finanziarie.

Tale struttura della proprietà riflette in parte la specificità di leggi, norme e regolamentazioni (tavola 5).³¹ Rispetto alla Germania, per le banche francesi è più difficile acquistare quote di proprietà in imprese non finanziarie e controllarne i manager. Oltretutto, il fallimento del tentativo del Crédit Lyonnais di diventare il corrispondente francese delle *Hausbanken* tedesche – che possiedono imprese manifatturiere in differenti settori e si impegnano attivamente nella loro gestione – ha probabilmente scoraggiato altri istituti di credito dal diventare investitori attivi in attività non finanziarie. Anche l'attenzione delle autorità di vigilanza è aumentata per impedire il ripetersi dell'esperienza del Crédit Lyonnais. La normativa cui sono sottoposti gli investitori istituzionali tradizionali è simile a quella in vigore in altri paesi, ma le disponibilità finanziarie delle compagnie d'assicurazione sono limitate dai problemi del settore immobiliare sopraggiunti nei primi anni Novanta.

Per quanto riguarda la tutela degli azionisti di minoranza, la legislazione è meno stringente che in altri paesi dell'Unione Europea. L'auto-controllo – cioè la possibilità per una società di detenere azioni proprie attraverso filiali – è stato proibito soltanto nel 1990, mentre è ancora consentita l'emissione di azioni con diritti di voto multipli, un meccanismo decisivo per fronteggiare scalate ostili. Approvata nel 1989, la legge sull'*insider trading* non prevede sanzioni penali e ha portato a un numero assai limitato di condanne. Differenze interpretative tra la giustizia civile e quella amministrativa rendono ulteriormente macchinosa l'applicazione della legge. La soglia di proprietà che fa scattare l'obbligo di informazione alle autorità di controllo del mercato azionario è invece più bassa in Francia che in Germania, e ciò dovrebbe contribuire a garantire la trasparenza.

Per quanto riguarda le funzioni di monitoraggio, il codice del 1966 consente alle società di scegliere tra il consiglio d'amministrazione tradizionale e una struttura duale, su modello tedesco, che prevede

³¹ Il contenuto della tavola 5 segue la tavola 1 in Prowse (1994), sulla quale vengono pertanto costruiti i confronti tra la Francia e gli altri paesi.

TAVOLA 5

VINCOLI ALL'ASSUNZIONE DI PARTECIPAZIONI DA PARTE DI ISTITUZIONI

Istituzioni	
Banche	Possono detenere fino al 10% del capitale di imprese non finanziarie, a condizione che questa partecipazione non consenta di esercitare una "notevole influenza". Nessuna partecipazione può eccedere il 15% dei fondi propri della banca e il totale delle partecipazioni non può eccedere il 60% dei fondi propri. Il fatturato totale annuo delle attività non bancarie non deve eccedere il 10% dei ricavi bancari netti.
Compagnie d'assicurazione	Possono investire fino al 65% delle proprie attività in azioni; possono investire fino al 10% delle proprie attività in titoli della stessa società (ma questo massimale può essere superato con il consenso dell'autorità di regolamentazione); possono detenere fino al 5% del capitale di una società.
Fondi d'investimento	Possono detenere fino al 10% di ciascun tipo di strumento finanziario emesso dalla stessa società; non possono investire più del 5% delle proprie attività in strumenti finanziari emessi dalla stessa società.
Altre informazioni	L'auto-controllo (cioè la possibilità per una società di detenere azioni proprie attraverso filiali) è vietato dal 1990. Una società può raddoppiare i diritti di voto ad azionisti che siano stati iscritti al libro soci per almeno 2-4 anni. Il voto per posta è consentito, mentre non lo è per procura.
Regole per le offerte pubbliche d'acquisto	È necessario notificare alla Commission des Opérations de Bourse l'acquisto di partecipazioni in società quotate (soglie del 5, 10 e 20%); allorché una partecipazione raggiunge il 20%, l'acquirente è obbligato a informare la COB delle proprie intenzioni; un investitore che detenga più di un terzo del capitale, che agisca solo oppure in concerto, deve lanciare un'OPA per l'intero capitale. Le regole dell'OPA vengono emanate da un organo di auto-regolamentazione.
Insider trading	La legge del 1989 ha dato alla COB facoltà di investigare e punire l' <i>insider trading</i> , ma le condanne sono state rare.

Fonti: Banque de France; *Guide Juridique Dalloz*; Guyon, Y. (1994), "Les investisseurs institutionnels en droit français" in T. Baums et al., eds, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Walter de Gruyter, Amsterdam.

un consiglio di sorveglianza con presidente al di sopra di un consiglio esecutivo presieduto dall'amministratore delegato. Sono meno del 2% le società che hanno optato per la struttura duale, con l'importante conseguenza che i dipendenti giocano un ruolo assai marginale in sede di gestione rispetto al modello tedesco di co-determinazione. Il

potere del presidente-direttore generale (PDG) è pertanto maggiore che negli altri grandi paesi OCSE, dove le due cariche sono di solito ricoperte da individui differenti (OECD 1995d). Il diritto concesso al PDG di essere unico rappresentante legale della società – mentre in Germania, per esempio, tale responsabilità fa capo all'intero consiglio – venne introdotto nel diritto transalpino durante il regime di Vichy negli anni Quaranta: come osserva Charkham (1994), «il principio secondo il quale il potere deve essere forte e centralizzato appare elemento essenziale nella concezione francese dell'organizzazione della società e si estrinseca sia nel dettato costituzionale, nell'autorità del Presidente, sia nel *corporate governance*, nell'autorità del PDG» (p. 120).³²

6. "Poli finanziari" e noccioli duri

Il mercato borsistico francese rimane – in termini di numero e rilievo delle società quotate, capitalizzazione in termini di Pil, liquidità – a un livello di sviluppo inferiore non solo rispetto agli Stati Uniti e alla Gran Bretagna, ma anche alla Germania. Sarebbe stato pertanto assai arduo per le autorità concludere tutte le dismissioni facendo esclusivo ricorso alle offerte pubbliche di vendita. Per poter aggirare gli ostacoli posti dalla limitatezza delle risorse finanziarie necessarie per grossi investimenti, le istituzioni nel cosiddetto "cuore finanziario" (banche, compagnie d'assicurazione e fondi) sono andate raggruppandosi intorno a tre "poli" con ampie quote di mercato e forte capacità di raccolta (Morin 1994). Come mostrato nella tavola 6, ai loro membri corrisponde più della metà dei depositi bancari, più del 40% della raccolta di premi assicurativi e un terzo dei fondi gestiti dalle SICAV.

I legami tra queste istituzioni finanziarie e le grandi imprese hanno contribuito a modellare «centri di potere economico relativamente autonomi, che consistono in "nebulose" di società che spesso uniscono capitale finanziario e industriale e che vengono in varia misura coordinate da vincoli proprietari e da amministratori comuni»

³² Questo argomento è speculare rispetto all'osservazione di Roe (1996, p. 645), secondo il quale un motivo del fallito tentativo degli intermediari finanziari americani di diventare nel XIX secolo istituzioni poderose in sede di *corporate governance* è che il governo federale era considerato troppo debole per poterne contrastare il potere.

(Svartz 1985, p. 197). Nonostante le banche siano presenti, i legami all'interno di questi poli sono molto meno stretti che nei *keiretsu* giapponesi, strutturati intorno alla *main-bank*, mentre sono forse più simili alla struttura tedesca, in cui le tre *Grossbanken* (Deutsche, Dresdner e Commerzbank) e le due maggiori compagnie d'assicurazione (Allianz e AMB) sono mutuamente legate e controllano anche l'industria dei fondi d'investimento. Le banche francesi, tuttavia, non sono abilitate alla raccolta delle deleghe di voto (se non sotto la consegna a votare seguendo le indicazioni del consiglio d'amministrazione).

TAVOLA 6

IL POTERE DI MERCATO "POLI" FINANZIARI

	Quota di mercato		
	Credito (1994)	Assicurazioni (1994)	Fondi d'investimento (1993)
a. Crédit Lyonnais	15,0	2,5	7,0
AGF	–	11,3	0,8
Paribas	11,1	–	3,4
b. BNP	12,5	2,6	8,5
UAP	–	24,7	0,9
Suez	3,5	–	1,7
c. Société Générale	12,7	2,4	9,3
Totale	54,8	43,5	31,6

Fonti: Association des Sociétés et Fonds Français d'Investissement; *The Banker*; Fédération Française des Sociétés d'Assurances.

Questo sistema di partecipazioni incrociate, oltre a immobilizzare una risorsa scarsa come il capitale in una fase difficile del ciclo, è stato criticato per la lentezza dimostrata nel sanzionare il *management*, e in particolare il PDG, in vari casi di crisi. I mutui legami che si instaurano tra consigli d'amministrazione rischiano di creare collusioni: un manager della società A che è anche amministratore della società B sarà assai cauto prima di criticare i dirigenti di B se uno tra questi siede nel consiglio di A. Il comune *background* degli amministratori può inoltre ostacolare le proteste in sede di consiglio (*board-*

room coups) esattamente come può impedire le scalate ostili.³³ La Francia è infatti chiaramente diversa dai suoi maggiori concorrenti per quanto riguarda selezione, formazione e percorsi di carriera dei quadri dirigenti. Ricerche che comparano la Francia con la Germania (Bauer e Bertin-Mouroit 1993) e con la Gran Bretagna (Thobois 1994) mostrano come i massimi dirigenti delle 200 maggiori società francesi tendano:

- ad aver studiato nelle stesse istituzioni, e più precisamente in due (Polytechnique ed ENA) da cui è uscito il 46% di essi; il dato che corrisponde a Oxford e Cambridge è 37%, nonostante vada segnalato come nella rete di relazioni sociali delle élite britanniche sia rilevante anche l'istruzione ricevuta nelle *public schools*;

- ad aver precedentemente ricoperto, assai più che altrove, incarichi nel governo e/o nell'amministrazione pubblica, in un quarto dei casi nei cinque *grands corps d'Etat*;³⁴ ciò è vero in particolare per i massimi dirigenti delle imprese pubbliche;

- a essere stati nominati direttamente alla testa della società (36%), mentre solo una minoranza è passata attraverso le diverse funzioni di responsabilità manageriale (7%); in Germania, un terzo del campione è stato nominato massimo dirigente della medesima impresa in cui era stato assunto all'inizio della propria carriera e un ulteriore terzo aveva iniziato la propria carriera dal gradino più basso in un'altra società.

Dal punto di vista della teoria economica, il fatto che ciascuna società nel "cuore finanziario" francese detenga simultaneamente tante piccole partecipazioni può ulteriormente limitare il monitoraggio interno. In un fondamentale contributo, Albert Hirschman (1970) ha sostenuto che l'esercizio della "voce" - di cui l'attenta sorveglianza da parte degli azionisti di riferimento attraverso la presenza in consiglio d'amministrazione è un tipico esempio - è di solito associato alla "lealtà": tuttavia, dato che il monitoraggio costa, ogni investitore può dimostrarsi leale soltanto in un numero limitato di casi. Nelle società per azioni anglosassoni, gli investitori posseggono un portafoglio

³³ Nonostante pochi siano ostili (Franks e Meyer 1990; nell'estate 1996 l'OPA lanciata da Auchan su Docks de France), i trasferimenti di controllo sono frequenti, seguono una dinamica simile a quella degli Stati Uniti e hanno un effetto positivo, sia pur debole, sulla performance (Kremp 1995).

³⁴ Ovvero *Mines, Ponts et Chaussées, l'Inspection des Finances, la Cour des Comptes* e il *Conseil d'Etat*.

diversificato, sono di solito "sleali" e preferiscono "uscire", ciò che pone pressioni al ribasso sui prezzi e conduce a una nuova allocazione del capitale e del lavoro manageriale; come invece dimostra l'esempio tedesco, la lealtà verso una società si basa sulla concentrazione della proprietà. Da questo punto di vista quello francese è un modello ibrido di *corporate governance*; sebbene le ridotte dimensioni delle quote azionarie dovrebbero in teoria rendere preferibile l'opzione d'uscita, l'illiquidità del mercato e l'esistenza di restrizioni sulla cessione dei titoli rende più costoso disfarsene e dovrebbe pertanto incoraggiare l'espressione della "voce".

Scegliendo il ricorso a differenti tecniche di vendita - offerte pubbliche sul mercato sia francese sia internazionale, collocamenti riservati agli investitori "professionali" nazionali e cessioni *gré à gré* (a trattativa privata) per formare i noccioli duri (ribattezzati *groupes d'actionnaires stables*) - i governi Balladur e Juppé hanno rinforzato i tratti peculiari del capitalismo transalpino. Quella dei noccioli duri è stata una scelta quasi obbligata, visto il desiderio delle autorità di trasferire il controllo delle imprese pubbliche in mani stabili.³⁵ Includendo molte società privatizzate nei gruppi di controllo di altre ex imprese pubbliche (tavola 7) - nel caso della Renault, per esempio, 3 dei 4 membri del nocciolo duro (Elf Aquitaine, BNP e Rhône-Poulenc) erano stati anch'essi privatizzati dal governo Balladur - questa strategia ha anche reso più agevole la ricerca di risorse finanziarie per poter vendere grandi imprese. Ma la carenza di mezzi finanziari è una spiegazione insufficiente: dato che i noccioli duri rappresentano al massimo un terzo del capitale e sono formati da più investitori, l'impegno finanziario eccede raramente il miliardo di franchi, una somma certo non straordinaria nella seconda economia europea. Alcuni osservatori, in particolare Morin (1994 e 1996), hanno richiamato l'attenzione sul fatto che questa strategia di dismissioni ha rafforzato il ruolo giocato dalle società che appartengono al "cuore finanziario", contribuendo a concentrare il potere economico: le partecipazioni incrociate, così come altri legami reciproci di capitale tra due o più società, consentono di aumentare il potere di ciascun polo con un apporto minimo di capitale fresco. E nonostante si sia chiesto agli investitori non controllanti di contribuire con nuovi fondi, non sono stati forniti loro strumenti più efficaci per controllare

³⁵ Gli investitori di riferimento si impegnano a conservare interamente la propria partecipazione per i primi tre mesi e almeno l'80% nei 21 successivi.

LA COMPOSIZIONE DEI NOCCIOLI DURI

	Rhône-Poulenc	Banque Nationale de Paris	Elf Aquitaine	UAP	Renault	SEITA	Unisor Saclor
Air Liquide	1,25		1,00				1,03
AXA	1,25		1,40		1,50		
Banque Nationale de Paris					1,00		3,38
Caisse des dépôts et consignations				0,70			
COGEMA		0,52		2,20			
Compagnie générale des eaux		1,08			1,50		
Dassault		2,07					
Electricité de France			1,00			2,50	
Elf Aquitaine		0,83				1,50	
France Télécom		1,03					
Française des Jeux		1,03	1,00		1,00		
Navigation Mixtes		1,08					
Paribas		1,81					
Pechiney		0,52					
Peugeot				0,80			
Renault				1,20			
Rhône-Poulenc							
Saint Gobain							
Saint Louis							
Société Générale	1,50		1,40			5,00	
Suez			1,50				
UAP							
Altri gruppi francesi			0,50		1,50		0,91
Altre banche francesi				0,50	2,25		0,49
Estero-industria	1,00	2,03					2,02
Estero-finanza	1,00	3,00	1,00	5,40	2,25		0,49
Totale	6,00	15,00	8,80	10,80	11,00	25,00	12,00

il *management* che in tutti i casi è rimasto identico a quello nominato dal governo prima delle privatizzazioni. Guardando al problema in termini di relazioni di potere e in un contesto complessivo in cui l'intervento pubblico si protrae, diventa anche più semplice spiegare l'apparente paradosso di imprese pubbliche che entrano a far parte dei noccioli duri. Rispetto alla prima ondata di privatizzazioni, è nondimeno importante segnalare come la partecipazione di azionisti esteri ai gruppi di controllo, con l'obiettivo di stringere alleanze basate su una logica strategica piuttosto che su motivi speculativi, sia stata considerevole.

La stessa razionalità economica dei noccioli duri non è chiara. Uno dei meccanismi classici che la teoria suggerisce per impedire ai manager di deviare da politiche di massimizzazione del valore e adottare invece misure in favore di una particolare classe di *stakeholders* è la concentrazione della proprietà. Imporre limiti ai possessi azionari in ciascuna società segue una logica diametralmente opposta: i manager conservano il proprio potere, che spesso deriva da asimmetrie nell'accesso alle informazioni, mentre l'azione disciplinaria degli azionisti "leali" è resa più ostica dalla necessità di agire in concerto, sebbene la concentrazione delle istituzioni finanziarie in poli possa lenire questo inconveniente. Oltretutto, anche dove la caduta dei corsi renda una società un possibile bersaglio per una scalata, i limiti alla libera disponibilità delle azioni rappresentano un ostacolo per lo scalatore.

Mentre paesi come l'Italia, la Spagna e il Cile hanno introdotto norme specifiche per proteggere i piccoli azionisti nelle società privatizzate, le autorità francesi hanno mostrato grande cautela prima di stabilire nessi tra ritiro dell'azionista pubblico e *corporate governance*.³⁶ Anche in assenza di segnali espliciti da parte del governo, sembrano essere in corso alcuni timidi cambiamenti. La crescente presenza di investitori esteri – la cui partecipazione in occasione delle privatizzazioni si stima sia passata da meno del 2% nel periodo 1986-88 al 12% circa nel periodo più recente (Cherpitel 1994) – comporta una pressione per un adeguamento dei requisiti di traspa-

³⁶ Un esempio di trasparenza insufficiente è fornito dal fatto che in generale i prospetti informativi disponibili per i piccoli azionisti non comprendono informazioni sulla composizione dei noccioli duri. Nell'ottobre 1995, la Commission des Opérations de Bourse (COB) ha imposto a Pechiney di segnalare nel documento di privatizzazione che, secondo la COB stessa, la procedura contabile seguita per i conti del primo semestre non aveva ottemperato alle norme francesi, consentendo di evidenziare un risultato positivo là dove vi sarebbe stata una perdita.

renza in Francia alla migliore pratica internazionale. I fondi pensione americani, a seguito della nuova normativa che estende alle azioni estere l'obbligo di esercitare i propri diritti di voto, hanno richiesto che l'attività delle società sia sottoposta a un controllo più attento da parte di amministratori realmente indipendenti.³⁷ Come del resto in Italia, le indagini legate alla corruzione, che hanno costretto alle dimissioni il PDG del maggior gruppo privato transalpino (Alcatel), e l'emergere di colossali buchi di bilancio in varie società hanno messo in luce come gli amministratori siano stati spesso silenziosi nel controllo e lenti nel proporre alternative. Rispondendo a queste preoccupazioni, nel 1995 le associazioni imprenditoriali hanno creato due comitati con l'intento di individuare eventuali lacune prima che la loro inazione potesse spingere il parlamento a esaminare questo tema. Nella tavola 8 si comparano le proposte di questi comitati con le raccomandazioni fatte in Gran Bretagna per aumentare la trasparenza e l'efficacia dei consigli d'amministrazione. Nonostante le somiglianze, le conclusioni dei rapporti francesi appaiono nel complesso più deboli che oltre Manica. In un contesto fortemente legalistico come quello francese, la loro effettiva messa in atto appare oltremodo ardua se lasciata alla volontà di ciascuna società.

7. Conclusioni: la Francia in una prospettiva comparata

Da questa analisi delle privatizzazioni francesi sono emersi più elementi di continuità che rotture strutturali. Se si confronta la Francia con altri paesi, le attuali privatizzazioni sembrano guidate da motivi tattici, piuttosto che dalla ricerca di meccanismi capaci di assicurare maggior efficienza. La maggior parte delle imprese pubbliche fin qui dismesse registravano *performances* tecniche e finanziarie soddisfacenti. È vero che, per altre imprese, rigidità dei vincoli di bilancio e impossibilità di accedere al capitale estero possono aver ostacolato gli investimenti, mentre la presenza dell'azionista pubblico

³⁷ Ad esempio, Elliot Associates, un fondo d'investimento americano, presentò una serie di mozioni all'assemblea 1995 della CIP - una holding quotata di cui BNP detiene quasi il 90% dei diritti di voto - asserendo che il consiglio non aveva risposto alle critiche sollevate riguardo alla strategia del gruppo. Le mozioni tuttavia non vennero approvate. Si veda anche Fanto (1995).

TAVOLA 8

COME MIGLIORARE IL FUNZIONAMENTO DEI CONSIGLI D'AMMINISTRAZIONE

	Francia ¹	Gran Bretagna ²
Presidente	Può anche ricoprire l'incarico di amministratore delegato.	Non deve ricoprire l'incarico di amministratore delegato.
Selezione di amministratori indipendenti	Devono essere selezionati da uno speciale comitato, la cui composizione non è specificata.	Devono essere selezionati attraverso una procedura formale che, come del resto le nomine, è di competenza dell'intero consiglio.
Durata del mandato	Senza limiti.	La <i>best practice</i> sono i contratti di 12 mesi. Gli azionisti devono approvare i contratti di durata superiore ai 3 anni. ³
Numero di incarichi di amministratore	Va portato da 8 a 5. ⁴	No.
Comitati per le remunerazioni e per la revisione contabile	Non richiesti, anche se solo il consiglio ha facoltà di distribuire <i>stock options</i> .	Vanno esclusi i presidenti che si occupano della quotidiana gestione societaria e gli amministratori che sono anche dipendenti. I comitati per le remunerazioni devono poter giustificare ogni politica deliberata di pagare al di sopra della media.
<i>Stock options</i>	Nel bilancio annuale devono comparire informazioni sulla politica della società per la distribuzione di opzioni, il numero di opzioni concesse, il prezzo, quante persone le hanno ricevute e quante sono state esercitate.	Nel bilancio annuale devono comparire informazioni sulla politica della società per la distribuzione di opzioni, il numero di opzioni concesse, il prezzo, quante persone le hanno ricevute, quante sono state esercitate e quante assegnate a ciascun amministratore. Gli obiettivi di <i>performance</i> vanno indicati con chiarezza.
Tassazione delle <i>stock options</i>	Solo l'imposta sui guadagni di capitale.	I guadagni sono sottoposti all'imposta sul reddito. ⁵

¹ Proposte del comitato Lévy-Lang sulle *stock options* e del comitato Vénot sul funzionamento dei consigli d'amministrazione (entrambi del luglio 1995).

² Raccomandazioni del Cadbury committee on corporate governance (1992) e del Greenbury committee on executive pay (1995).

³ Il rapporto della House of Commons Employment Committee (giugno 1995) propone di abbassare questo limite a un anno.

⁴ Il limite è di 13 incarichi per gli amministratori che siedono nei consigli di filiali di cui la capogruppo detiene almeno il 20% del capitale.

⁵ Nel luglio 1995, l'Inland Revenue ha eliminato l'esenzione dall'imposta sul reddito per le *executive share options*.

può aver frustrato alleanze con soci strategici. Tuttavia, è degno di nota come proprio quelle imprese pubbliche che con maggiore probabilità rientrano in questa categoria, Air France e France Télécom, debbano ancora essere privatizzate.

Sembra pertanto giustificato concludere che privatizzare sia stato opportuno dal punto di vista politico prima ancora che economico: ancora una volta il centro-destra aveva bisogno di differenziarsi dalle politiche ortodosse seguite dai socialisti tra il 1988 e il 1993 (la cosiddetta "disinflazione competitiva") e ha trovato nelle privatizzazioni un tema conveniente. I proventi netti da dismissioni sono serviti a migliorare i conti pubblici, alleggerendo la pressione a intervenire in profondità in altre aree politicamente più laceranti come il sistema previdenziale pubblico. Non a caso proprio a fine 1995, allorché le condizioni dei mercati finanziari non permettevano di raggiungere l'obiettivo fissato in termini di gettito, la riforma del sistema di sicurezza sociale è assurta a tema centrale del consolidamento fiscale, fino agli scioperi di dicembre. Non diversamente, mentre per quanto riguarda il Crédit Lyonnais il massiccio intervento pubblico ha trovato giustificazione nelle ripercussioni sistemiche che l'eventuale tracollo della maggiore banca europea avrebbe avuto, in altre circostanze, quali Air France e Bull, l'aiuto che queste imprese hanno ricevuto dal governo è stato dettato innanzitutto da considerazioni politiche.

Queste critiche non possono comunque oscurare il fatto che, se l'obiettivo era "far cassa", il governo francese lo ha realizzato. Nove grandi offerte pubbliche di vendita sono state concluse in tre anni, durante i quali la concorrenza internazionale è stata accesa e i mercati finanziari sono stati spesso depressi. Rispetto al periodo 1986-88, l'*underpricing* per i piccoli azionisti è stato inferiore, ma la loro risposta alla maggior parte dei collocamenti è stata abbastanza entusiasta. Lo stock di "obbligazioni Balladur" tuttora in circolazione assicura che la domanda continuerà a essere sufficiente nell'immediato futuro. I maggiori poteri concessi alla speciale Commissione per le privatizzazioni sono apparsi efficaci nell'assicurare trasparenza, visto che, diversamente dal passato, non vi sono state proteste riguardo alla composizione dei noccioli duri. Lo stesso vale per la partecipazione di investitori esteri.

Rispetto al *corporate governance*, i noccioli duri, destinati ad assicurare che il controllo rimanga in mani stabili (e in predominanza nazionali) e a proteggere il *management* dal pericolo di scalata, sono stati il segno distintivo delle privatizzazioni alla francese. Insoddisfatti

di questa politica, molti osservatori, soprattutto nel mondo anglosassone, hanno concluso che il governo ha privatizzato quasi a malincuore, sprecando un'opportunità epocale per introdurre assetti e meccanismi istituzionali maggiormente orientati a sistemi di controllo collegati al funzionamento dei mercati azionari. In questo modo si sottovaluta però la forza della *path dependence*, si sopravvaluta l'impatto delle privatizzazioni in altri paesi e si omette di considerare i mutamenti che, sia pur per motivi che vanno al di là delle privatizzazioni, stanno avvenendo anche in Francia. L'insieme delle istituzioni all'interno del quale le imprese vengono finanziate e governate riflette le vicende storiche di ciascun paese: l'esperienza britannica dopo le privatizzazioni fornisce una nota di forte cautela rispetto alla facilità di modificare nel breve periodo le caratteristiche del governo societario. Un altro parallelo può essere fatto con gli sviluppi del settore finanziario francese a partire dai primi anni Ottanta: gli istituti di credito hanno risposto alla disintermediazione ampliando lo spettro di servizi che offrono e finendo con il dominare l'industria dei fondi d'investimento (Bertero 1994, Bianco e Goldstein 1995). Alla stessa stregua, i "poli", nati per far fronte alle carenze strutturali del capitalismo transalpino, conserveranno con tutta probabilità il loro notevole potere, colmando il vuoto lasciato dal ritiro dello stato. Dal canto loro, maggior concorrenza sul mercato dei prodotti, crescente integrazione dei mercati finanziari e aumentato attivismo da parte dei grandi azionisti riusciranno a sottoporre i PDG a un controllo più rigido, rendendoli più responsabili che nel passato. Tuttavia, il maggior monitoraggio cui i grandi investitori sottopongono i manager non implica che gli interessi dei piccoli azionisti vengano necessariamente tenuti in maggior considerazione. Sostituendo un PDG la cui *performance* considerano insoddisfacente, gli azionisti di riferimento fanno nel lungo periodo gli interessi degli investitori non controllanti, ma nell'immediato non sono costretti a pagare alcun premio per il controllo, come farebbe invece uno scalatore. Oltretutto nei noccioli duri i tetti ai singoli possessi azionari possono far perdere al sistema i vantaggi che derivano dalla presenza di un azionista di maggioranza.

Non esiste un modello migliore nelle strutture di *corporate governance*, per cui secondo molti osservatori sia i sistemi *insider* che quelli *outsider* possono trarre giovamento dall'importazione di determinate caratteristiche dell'altro. Nel complesso, il governo delle grandi imprese francesi può essere migliorato introducendo misure che permettano la "concorrenza organizzativa" tra meccanismi anglosas-

soni e "renani".³⁸ La Francia è stata tra l'altro all'avanguardia sotto questo punto di vista, e il fatto che siano state assai poche le imprese che hanno scelto di dare rappresentanza ai dipendenti adottando la struttura duale di organi direttivi non sarebbe una buona ragione per non introdurre riforme oggi. Alle banche deve essere concesso di esercitare una maggiore influenza nel governo societario, cosa che il ritiro dello stato dal credito renderebbe più agevole. D'altro canto, maggiore concorrenza sul mercato per l'allocatione della proprietà e del controllo deriverebbe dalla maggiore trasparenza delle strutture finanziarie e azionarie, da una più rigorosa applicazione della legge sull'*insider trading* e da maggiore equità nel trattamento degli azionisti non controllanti. Nella tradizione legalistica della Francia, non è chiaro se l'auto-regolamentazione sarebbe efficace; nondimeno, un eccessivo interventismo da parte delle autorità sarebbe sospettosamente in contrasto con la complessiva liberalizzazione dell'economia.

BIBLIOGRAFIA

- BAUER, M. e B. BERTIN-MOUROT (1993), "Comment les entreprises françaises et allemandes sélectionnent-elles leurs dirigeants", *Cadres-CFDT*, Janvier.
- BERTERO, E. (1994), "The banking system, financial markets, and capital structure: some new evidence from France", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, no. 4.
- BIANCO, M. e A. GOLDSTEIN (1995), "Investitori istituzionali e corporate governance in Europa: assetti proprietari e conflitti d'interesse", in *Rapporto IRS sul mercato azionario*, Il Sole-24 Ore, Milano.
- BISHOP, M., J. KAY e C. MAYER (1994), "Introduction: privatization in performance", in M. Bishop, J. Kay and C. Mayer eds, *Privatization and Economic Performance*, Oxford University Press, Oxford-New York.
- BIZAGUET, A. (1993), "Passé récent et avenir des entreprises publiques françaises", *La revue du Trésor*, Dicembre.
- CARTELIER, L. (1992), "L'expérience française de privatisation: bilan et enseignements", *Revue internationale de droit économique*, no. 3.
- CHABANAS, N. e E. VERGEAU (1993a), "Les entreprises publiques fin 1991", *INSEE Première*, no. 253.
- CHABANAS, N. e E. VERGEAU (1993b), "L'impact des privatisations sur le secteur public", *INSEE Première*, no. 290.
- CHARKHAM, J. (1994), *Keeping Good Company*, Clarendon Press, Oxford.

³⁸ Come sottolinea Roe (1994), consentire concorrenza tra differenti forme organizzative non significa usare la legge per incoraggiare o imporre forme alternative di governo societario.

- CHERPITEL, M. (1994), "Actionnariat: l'offensive des institutionnels", *Banque*, no. 554.
- CLES (1993), *L'impatto delle privatizzazioni in Francia, Germania e Regno Unito*, Roma.
- DURUPTY, M. (1993), "La privatisation banalisée", *L'actualité juridique - Droit administratif*, no. 10.
- ESTRIN, S. e V. PÉROTIN (1991), "Does ownership always matter?", *International Journal of Industrial Organization*, vol. 9, no. 1.
- FANTO, J. (1995), "The transformation of French corporate governance and United States institutional investors", *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 21, no. 1.
- FEIGENBAUM, H. e J. HENIG (1994), "The political underpinnings of privatization: a typology", *World Politics*, vol. 46, no. 2.
- FRANKS, J. e C. MAYER (1990), "Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK", *Economic Policy*, no. 10.
- GOLDSTEIN, A. (1996), "I servizi di pubblica utilità in Gran Bretagna: sviluppi recenti in materia di privatizzazioni e regolamentazione", *Economia pubblica*, in corso di pubblicazione.
- GOLDSTEIN, A. e G. NICOLETTI (1995), "Italian privatisations in international perspective", *Working Paper Econpubblica*, no. 33, Università Bocconi, Milano [*Cuadernos de Economía*, in corso di pubblicazione].
- GOLDSTEIN, A. e G. NICOLETTI (1996), "Le privatizzazioni in Italia, 1992-1995: motivi, metodi e risultati", in A. Monorchio, a cura di, *La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992*, Il Mulino, Bologna.
- HIRSCHMAN, A. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty*, Harvard University Press, Cambridge.
- JENKINSON, T. e C. MAYER (1988), "The privatisation process in France and the U.K.", *European Economic Review*, vol. 32, no. 4.
- KREMP, E. (1995), "Restructurations et rentabilité économique dans l'industrie française de 1985 à 1992", *Economie et Prévision*, no. 120.
- MORIN, F. (1994), "Les trois pôles du coeur financier", *Le Monde*, 8 Mars.
- MORIN, F. (1996), "Privatisation and dévolution des pouvoirs: le modèle français du corporate governance", *Revue Economique*, in corso di pubblicazione.
- OECD (vari anni), *Economic Survey of France*, Parigi.
- OECD (1995b), *Communications Outlook*, Parigi.
- OECD (1995c), "Structural changes in financial markets and implications for corporate governance", Parigi.
- OECD (1995d), "Framework conditions for industry project: corporate governance environments in OECD countries", Parigi.
- PENSIER, G. (1994), "L'actionnariat populaire", *Les notes bleus de Bercy*, no. 43.
- PESTIEAU, P. e H. TULKENS (1993), "Assessing and explaining the performance of public enterprises", *Finanz Archiv*, Bd. 50, Nr. 3.

- PROWSE, S. (1994), "Corporate governance in an international perspective", *BIS Economic Paper*, no. 41.
- RAJAN, R. e L. ZINGALES (1995), "What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *Journal of Finance*, vol. 50, no. 5.
- ROE, M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton University Press, Princeton.
- ROE, M. (1996), "Chaos and evolution in law and economics", *Harvard Law Review*, vol. 109, no. 3.
- SVARTZ, D. (1985), "French interlocking directorships: financial and industrial groups", in F. Stokman, R. Ziegler e J. Scott, eds, *Networks of Corporate Power*, Polity Press, Cambridge.
- THOBOIS, P. (1994), "Les deux cents 'numéro un'", *Cadres-CFDT*, Mars.
- UNCTAD (1994), *World Investment Report*, Ginevra.
- VICKERS, J. e G. YARROW (1991), "Economic perspectives on privatization", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, no. 2.