

# Fincantieri in Borsa, scelta inopportuna e inutile

**DUCCIO VALORI**

**D**ell'Iri, che fu uno dei principali motori dello sviluppo italiano, resta ben poco; e dello sviluppo economico italiano ancora meno. Dell'intervento pubblico nell'economia sussistono dei residui, peraltro in condizioni assai diverse; questi sono i casi di Alitalia e Fincantieri, la prima in condizioni fallimentari, la seconda caratterizzata da un buon successo produttivo e reddituale.

Per l'una e per l'altra, però, la proposta è una sola: privatizzare. Inutile ricordare gli insuccessi, spesso clamorosi, di molte delle privatizzazioni precedenti: da Cirio e Telecom alla cessione del controllo a società non italiane di Autostrade, Bnl, ecc. E inutile anche far presente che tutti questi abbandoni, oltre a sottrarre un importante sostegno allo sviluppo e all'occupazione, non hanno aumentato e migliorato concorrenza e produttività, né ridotto in misura apprezzabile (come si disse a suo tempo) l'indebitamento pubblico.

Bisogna però rendersi conto che nel caso Alitalia la privatizzazione appare praticamente impossibile, soprattutto dopo i vaniloqui della "cordata italiana" che hanno messo in fuga l'unico operatore di rilievo internazionale interessato: resta solo un'ipotesi liquidatoria, che si tradurrà in una pesante perdita di posti di lavoro e forse nella scomparsa sia del "vettore di bandiera", sia dell'ambizioso "hub" padano.

Nel secondo caso, la privatizzazione di Fincantieri appare inopportuna e soprattutto inutile.

Inopportuna perché, date le condizioni del mercato borsistico italiano (il peggiore nel 2008 tra quelli europei), non appare chiaro quali investitori o risparmiatori si faranno avanti; inutile perché non si capisce come l'eventuale afflusso di capitali freschi possa tradursi in un corrispondente incremento della redditività, e quale sia il vantaggio che ne possano trarre le finanze pubbliche. In realtà, si tratta più di un partito preso e di un'infatuazione (della quale appare vittima lo stesso management di Fincantieri) che di una manovra seria e meditata.

E vediamo perché. Supponiamo che il capitale sociale di Fincantieri sia pari a 100, e la redditività sia 2. Un aumento di capitale riservato al mercato, perché si possa parlare di privatizzazione, deve essere pari ad almeno 101, di modo che la partecipazione del Tesoro si riduca al di sotto del 50%. A questo punto Fincantieri, quotata in Borsa, avrebbe un capitale aggiuntivo di 101, da destinare ad espansione all'estero, investimenti, acquisizioni, ecc. Lo Stato, a sua volta, potrebbe cedere gradualmente il proprio 49,5%, realizzando così gli introiti che ritiene necessari. Ma perché tutto questo sia possibile bisogna che i dividendi distribuiti da Fincantieri siano pari ad almeno il 2% del capitale collocato in Borsa; il che significa (dato che raramente il pay-out di una società ragionevolmente gestita supera il 50% degli utili netti di bilancio) che gli utili netti di Fincantieri dovrebbero essere pari non già a 2 come in precedenza, ma a 8 (il 4% di un capitale raddoppiato). Tutto questo, in pre-

senza di una concorrenza internazionale molto accentuata, non sembra ragionevolmente prevedibile: la quotazione in borsa e la privatizzazione rischiano quindi un flop clamoroso (e sembra che il Governo Sarkozy sia dello stesso parere, avendo non solo evitato di privatizzare gli Chantiers de l'Atlantique, ma anzi ricomprato il 6% delle azioni dei cantieri stessi dalla Aker). Il solo a guadagnarci qualcosa sarebbe l'advisor.

Ma forse c'è dell'altro, e, come sosteneva l'immortale Giulio Andreotti, a pensar male si fa peccato, ma spesso ci si azzecca. Come è noto, le lavorazioni cantieristiche si sviluppano su periodi di tempo piuttosto lunghi: tra l'acquisizione di una commessa e il pagamento della nave non passano meno di due anni, e spesso anche di più. Ora, con questo tipo di lavorazioni, si può acquisire la commessa a prezzo bloccato (facendo ovviamente il prezzo più basso possibile per battere la concorrenza) o con delle clausole di revisione prezzo legate alla dinamica dei costi di materiali, energia, manodopera, ecc.

Nel primo caso, il rischio è a carico del cantiere: ogni aumento dei costi si traduce in una riduzione degli utili, se non in una perdita. Nel secondo caso, il rischio è a carico del committente.

Possiamo ritenere che Fincantieri e i suoi amministratori abbiano tenuto conto dei rischi legati agli incrementi di costo delle materie prime (acciaio ed energia) che sono stati particolarmente accentuati negli ultimi mesi; e che abbiano accuratamente valutato il rischio di cambio (se i contratti in essere sono stati acquisiti in dollari, lo slittamento della valuta americana rappresenta un considerevole penalizzazione). Ma è evidente allora che tutti questi maggiori oneri si riflettono necessariamente sul committente, che, fermi restando gli utili di Fincantieri, si troverà a pagare per la nave molto più di quanto aveva preventivato. L'unica reazione possibile è quella di aumentare le tariffe per i crocieristi: ma il mercato non è più quello effervescente di qualche anno fa, e non è affatto sicuro che sia effettivamente possibile trasferire i maggiori costi fissi (l'ammortamento e gli oneri della nave) e quelli variabili (il carburante) sulla clientela. Di qui, una prevedibile flessione del mercato, e quindi degli ordini di nuovo naviglio crocieristico. Tutte cose che un investitore avvertito può pensare anche per conto suo, e che certo non lo incoraggierebbero a comprare azioni Fincantieri.

Resta quindi la principale attrattiva della Fincantieri, che è il suo consistente patrimonio immobiliare: una volta privatizzata, i grandi spazi antistanti il mare, a Marghera, a Ancona, a Sestri e via dicendo, diverrebbero inevitabilmente aree destinate alla speculazione, e non certo ad attività industriali.

Del resto, come è noto, l'impresa pubblica e quella privata non differiscono tanto per la qualità del management, che può essere indifferentemente ottimo o pessimo nell'uno o nell'altro caso, quanto per gli obiettivi ed i vincoli: obiettivi di sviluppo e occupazione, e vincoli di economicità per il pubblico, e obiettivi di profitto e vincoli di sicurezza, legalità e salvaguardia ambientale per il privato. E molto spesso, nell'uno e nell'altro caso, ma oggi soprattutto nel settore privato, il perseguimento degli obiettivi porta a trascurare i vincoli.

**DUCCIO VALORI** è ex direttore centrale dell'Iri.