

Autostrade-Abertis

Questo matrimonio s'ha da fare

di Carlo Stagnaro

L'annunciata fusione tra Autostrade e il gruppo spagnolo Abertis ha sollevato un'ondata polemica con pochi paragoni nella recente storia industriale italiana. Il primo a schierarsi contro il *merger* è stato Francesco Rutelli, che ha espresso "dubbi assai severi" non appena la notizia è emersa sui mezzi di comunicazione.¹ Il responsabile economico della Margherita Enrico Letta ha parlato di "una svendita, o meglio una pre-vendita mascherata da fusione" e ha esortato gli "imprenditori [italiani] interessati" a "farsi avanti rapidamente" perché "troveranno un governo attento".² Il premier in pectore Romano Prodi è passato da una posizione fortemente critica³ a una più defilata ("sto meditando").⁴ Al centro-destra si deve la prima iniziativa parlamentare tesa a impedire l'operazione, firmata da Maurizio Lupi (Forza Italia) e Maurizio Gasparri (Alleanza Nazionale),

mentre anche l'ex presidente della Commissione Lavori Pubblici del Senato Luigi Grillo (FI) ha attaccato la famiglia Benetton, azionista di maggioranza di Autostrade.⁵ Il neo-segretario della Cisl Raffaele Bonanni ha parlato di "un rapporto distorto" con la politica, che sarebbe stata succube agli interessi dei Benetton.⁶ Il diessino Paolo Brutti ha depositato un disegno di legge per la creazione di un'Authority per le concessioni autostradali,⁷ contro cui si è però pronunciato il presidente dell'Antitrust Antonio Catricalà ("le concessioni credo che siano una responsabilità prettamente politica e amministrativa. Non sarei per delegare questo potere né la regolamentazione del rapporto ad autorità indipendenti").⁸ Infine, le associazioni dei consumatori si sono schierate compatamente contro un accordo che a loro avviso non favorirebbe gli automobilisti ma solo gli azionisti.

1: Sergio Rizzo, "Nozze italo-spagnole: duro stop di Rutelli", *Il Corriere della Sera*, 24 aprile 2006.

2: Alessandro Barbera, "Enrico Letta: Autostrade? Una nuova offerta italiana troverà il governo pronto ad ascoltare", *La Stampa*, 2 maggio 2006.

3: Francesco Manacorda, "Prodi: Le nozze delle Autostrade non fanno l'interesse del Paese", *La Stampa*, 23 aprile 2006.

4: Chiara Bussi, "Autostrade risale in Borsa. Prodi: Sto meditando", *Il Sole 24 Ore*, 26 aprile 2006.

5: Al. An., "Scontro frontale Gamberale-Benetton. Fusione da rimeditare", *Il Sole 24 Ore*, 29 aprile 2006.

6: Sergio Rizzo, "Autostrade, rapporto distorto con la politica", *Il Corriere della Sera*, 8 maggio 2006.

7: "Autostrade: Unione per Authority che svuoti poteri Anas", *Agi*, 9 maggio 2006.

8: "Autostrade: Catricalà contrario ad Authority su concessioni", *Agi*, 10 maggio 2006.

La polemica politica ha trovato una sponda autorevole nell'ormai ex amministratore delegato di Autostrade Vito Gamberale, che ha avversato l'operazione schierandosi apertamente contro l'azionista. Bizzarramente, Gamberale ha dichiarato di aver votato favorevolmente alla fusione nel Consiglio di amministrazione del 23 aprile ("solo per non creare un problema societario") ma poi non ha evitato di esprimere pubblicamente le sue critiche.⁹ Il venir meno del rapporto fiduciario con l'azionista è sfociato nella revoca per giusta causa del mandato dell'amministratore delegato,¹⁰ le cui deleghe sono state assegnate al presidente Gian Maria Gros-Pietro e al direttore generale Giovanni Castellucci.¹¹ Le critiche sono state ben presto fatte proprie dall'Anas, che ha creato una Commissione composta da Andrea Monorchio, Luigi Cappugi e Guido Rossi per valutare l'opportunità della fusione e ha agitato la minaccia di revoca della concessione.¹² La polemica ha favorito l'emergere di soluzioni di compromesso, prima con la ricerca di nuovi azionisti italiani (peraltro i papabili non hanno manifestato particolari entusiasmi) e poi con l'ipotesi di parziale ri-nazionalizzazione del gruppo, attraverso un ingresso della Cassa Depositi e Prestiti.¹³

9: "Autostrade, l'affondo di Gamberale", *La Repubblica*, 28 aprile 2006.

10: "Autostrade, oggi la revoca di Gamberale", *Il Corriere della Sera*, 2 maggio 2006.

11: "Autostrade, sì del Cda a fusione. Revocati i poteri a Gamberale", *La Repubblica*, 2 maggio 2006.

12: "Autostrade-Abertis, in gioco la concessione", *Il Corriere della Sera*, 3 maggio 2006; Stefano Bernabei, "Autostrade, fusione avanti tra dubbi Prodi, spettro revoca", *Reuters Italia*, 3 maggio 2006.

13: A. Bac., "E i neocolbertisti pensano a un ruolo per la Cassa Depositi", *Il Corriere della Sera*, 8 maggio 2006.

Eppure l'operazione, al cui annuncio le borse hanno reagito positivamente, non sembra pregiudicare il programma di investimenti che è lo snodo cruciale attorno a cui si gioca il futuro della concessione. Non stupisce che molti analisti abbiano giudicato positivamente le prospettive industriali della fusione che, anche grazie ai vantaggi fiscali derivanti dallo spostamento della sede a Barcellona, renderà disponibili per gli investimenti 15 miliardi di euro, di cui 11 in Italia (tale la cifra indicata da Abertis e Autostrade)¹⁴ e contribuirà sia a creare un soggetto di dimensioni rilevanti nel panorama europeo – e quindi proiettato verso un'ulteriore espansione – sia all'integrazione effettiva del mercato unico. A questo va aggiunto che i soci italiani manterranno una posizione forte nel nuovo assetto societario, col 24,9 per cento dei titoli in mano a Schema28 dei Benetton contro il 24,2 per cento degli spagnoli (diviso tra i due principali azionisti di Abertis, Acs e Caixa).¹⁵ Nel nuovo Cda saranno 11 i membri italiani, tanti quanti gli spagnoli; come amministratore delegato si insedierà l'attuale ad di Abertis, Salvador Alemany, mentre il gruppo avrà due presidenti, lo spagnolo Isidre Fainé e l'italiano Gros-Pietro.¹⁶ Contrariamente ai timori, l'operazione, come viene ribadito nel comunicato ufficiale di Autostrade, si delinea come un "merger of equals".¹⁷

14: "Autostrade e Abertis, via libera alla fusione", *Il Corriere della Sera*, 23 aprile 2006.

15: "Una buona corsia", *Il Foglio*, 25 aprile 2006.

16: "Autostrade: da fusione con Abertis colosso da 45 miliardi", *Ansa*, 28 aprile 2006.

17: <http://www5.autostrade.it/press-wcm.nsf/vwDataInter/FA7D9559D8D790C8C125716200706F4A?Open>.

Perché sì

Le due società interessate alla fusione sono tra le più redditizie d'Europa: nel 2005 Autostrade occupava il decimo posto in Europa per il rapporto Ebit / fatturato (49,6 per cento), mentre Abertis la seguiva al dodicesimo (col 45,06 per cento). Tra l'inizio del 2004 e l'aprile 2006 i titoli hanno guadagnato, rispettivamente, l'80 e il 100 per cento. Autostrade ha migliorato il suo stato patrimoniale, passando da una situazione di pesante indebitamento all'accumulazione di liquidità; Abertis è ancora indebitata.

Le entrate di una società autostradale dipendono essenzialmente dalla determinazione delle tariffe (nel caso degli italiani dalla riscossione dei pedaggi derivano l'85 per cento degli utili, mentre per gli spagnoli tale percentuale scende al 63),¹⁸ quindi da una decisione del regolatore: come sottolineano Carlo Scarpa e Andrea Boitani, "i nostri automobilisti possono stare relativamente tranquilli: i pedaggi delle autostrade nazionali saranno alti o bassi in relazione alle scelte politiche del regolatore italiano e non (o almeno non direttamente) in relazione alla nazionalità del gestore".¹⁹ Anzi, semmai la presenza di capitali stranieri indebolisce la capacità lobbistica del gruppo, indebolendo le tentazioni protezionistiche sempre in agguato. Lo stesso vale per il tema degli investimenti, che vengono effettuati se (a) il livello dei profitti lo consente e (b) le necessarie autorizzazioni vengono rilasciate.

La condizione (a) è garantita dalla elevata redditività (cioè dalle elevate tariffe) che caratterizza il nostro sistema autostradale; e l'incentivo a rispettare gli impegni è, almeno teoricamente, assicurato dal meccanismo stesso della concessione, che può essere revocata nel caso in cui il concessionario si sottragga ai suoi compiti. Se è vero che Autostrade ha investito "poco", o comunque meno del dovuto, negli scorsi anni, la responsabilità non è soltanto del management – che seguirà sempre e comunque una logica opportunistica, tesa a garantire la massimizzazione del valore per gli azionisti – ma anche dell'inefficienza del regolatore. Per un regolatore "timido" è più facile fare la voce grossa con una società in parte o del tutto straniera che con una italiana, che può sempre accampare scuse di vario genere o schierare le sue relazioni politiche per sottrarsi ai doveri. Gli spazi per guadagni di efficienza, nel caso del gruppo italiano, certo non mancano: a quasi parità di chilometri gestiti (3408 contro 3364 degli spagnoli) Autostrade ha 1200 dipendenti in più.²⁰

La condizione (b) rimanda invece alle inefficienze del nostro sistema autorizzativo: a una burocrazia confusa e costosa si aggiunge la tipica ostilità degli enti locali e delle organizzazioni ambientaliste, che per così dire svolgono il ruolo dello "stakeholder di maggioranza". Per ragioni non sempre condivisibili (e certo assai deboli nel caso dei gruppi ecologisti) questi soggetti possono esercitare un diritto di veto di fatto sulle grandi o piccole opere dalla cui realizzazione dipende la modernizzazione della rete infrastrutturale. Lo stesso presidente dell'Anas Vincenzo Pozzi ha riconosciuto che i ritardi di

18: Renzo Rosati, "Privatizzazione a mesto fine", *Panorama*, 24 aprile 2006.

19: Carlo Scarpa e Andrea Boitani, "Un'autostrada che porta in Spagna", *Lavoce.info*, 26 aprile 2006, http://www.lavoce.info/news/view.php?id=21&cms_pk=2131&from=index.

20: Renzo Rosati, "Privatizzazione a mesto fine".

Autostrade negli investimenti “non sono imputabili né alla concessionaria né all’Anas, ma agli iter procedurali e approvativi”.²¹

Se poi l’annuncio della fusione ha semplicemente scoperchiato una pentola che da tempo era sotto pressione, allora il comportamento dei critici è doppiamente scorretto. A fare le spese di errori regolatori e politici, infatti, sarebbe un gruppo spagnolo che ha trovato nel matrimonio con Autostrade un volano di crescita e sviluppo. Tanto più che l’eventuale peccato originale – la privatizzazione avviata dal governo D’Alema nel 1999 – ha in realtà dato vita a una società florida. Anche grazie alla generosa politica dei pedaggi (che però non veniva messa in discussione prima dell’annunciata fusione con Abertis) i ricavi sono cresciuti a una media annua del 7 per cento; gli utili sono passati dal 32 per cento dell’ultimo anno sotto l’ombrello Iri al 52 per cento del 2005. In queste condizioni, l’operazione italo-spagnola, come ha rilevato Alessandro Penati, assume l’aspetto di una geniale mossa di private equity: “facendo confluire Autostrade in un gruppo più indebitato, e che potrà far leva su maggiori attività per incrementare il debito, [i Benetton] aumentano la leva finanziaria del loro investimento, senza fare acquisizioni. Con il pretesto di allineare il valore di Autostrade a quello di Abertis, si pagano un dividendo straordinario... E diluendo la partecipazione in un gruppo più grande, i Benetton scaricano il rischio di una regolamentazione meno favorevole sugli altri azionisti, e creano le condizioni più favorevoli

per una graduale uscita”.²² L’operazione, vincente sul piano finanziario e industriale, non ha in linea di principio risvolti negativi per i consumatori. Essa semplicemente dimostra come Autostrade abbia saputo costruire e seguire, dal momento della privatizzazione a oggi, un sentiero di crescita capace di premiare gli azionisti senza pregiudicare, a parità di altri elementi, gli interessi dei consumatori. E’ vero che l’azionista ha potuto contare sul una rete autostradale già costruita e, quindi, sostanzialmente ammortizzata: ma, quando è entrato in possesso di quella che oggi viene spesso definita una gallina dalle uova d’oro, ha saputo mettere sul piatto l’offerta più convincente. Va ribadito che, se gli investimenti non hanno rispettato la *road map* concordata, la colpa è almeno in parte del regolatore che non ha saputo alternare il bastone alla carota dei pedaggi. La costituzione della nuova Abertis non muta il passato e, per quel che riguarda il futuro, al massimo apre nuovi scenari.

Ha quindi ragione Massimo Mucchetti, quando scrive che “senza questa operazione, che sposta a Barcellona il quartier generale, la politica non avrebbe messo sotto accusa i Benetton perché sapeva che, facendolo, avrebbe dovuto riaccendere i riflettori sulla privatizzazione del 1999 (centrosinistra) e sui rinnovi tariffari (centrodestra)”.²³ Ma la causa prima della generosità tariffaria dei governi che si sono avvicendati dal momento della privatizzazione in poi non è né l’abilità lobbistica dei Benetton (e di Gamberale) né le condizioni favorevoli e

22: Alessandro Penati, “Ma non è un’operazione a beneficio del Paese”, *La Repubblica*, 28 aprile 2006.

23: Massimo Mucchetti, “Gli avidi e i lungimiranti”, *Il Corriere della Sera*, 4 maggio 2006.

21: “Su che cosa si basano i tentativi di tenere in sospeso Autostrade-Abertis”, *Il Foglio*, 10 maggio 2006.

le intuizioni azzeccate che hanno orientato la strategia di Ponzano Veneto: va piuttosto cercata nella convenzione del 1997 (prima della privatizzazione) secondo cui, ad ogni revisione tariffaria, ad Autostrade va garantito almeno lo stesso rendimento del quinquennio precedente.²⁴ E dunque, le principali responsabilità delle eventuali inadeguatezze vanno attribuite al sistema regolatorio. Lo hanno rilevato, non senza ironia, Bruno Tabacchi e Vincenzo Visco, tra gli altri: ciò nonostante Luciano Benetton ha dovuto rendere formalmente omaggio al non ancora insediato governo promettendo (come era ovvio, del resto, fin dall'inizio) di non avere "nessunissima intenzione di vendere né di cedere il controllo paritetico" ma al tempo stesso affermando che "è giusto che questo sia spiegato al nuovo governo e ai politici".²⁵

Tutti i presunti problemi non hanno nulla a che vedere con la carta d'identità del concessionario. Tanto più che, come ha osservato Franco Debenedetti, "le operazioni cosiddette cross-border destano sempre alcune perplessità da una parte e dall'altra del confine che attraversano. In questo caso una cosa è sicura: le autostrade restano in Italia qualunque cosa succeda. Nessuno può certo pensare di prendersela e portarle via".²⁶ Il timore, più o meno populistico, espresso da molti è che l'operazione nasconda una acquisizione di fatto da parte di Abertis, che punterebbe a "scappare con la cassa", lasciando agli italiani soltanto le buche. Si tratta di un timore infondato, irrispettoso e

contraddittorio. Non solo non fa onore a chi lo esprime – un grande gruppo non può comportarsi così senza perdere la reputazione, e un manager diligente non può non sapere che la perdita della reputazione equivale alla dissipazione del valore accumulato, cioè alla fuga degli azionisti (anche se probabilmente la turbolenza politica non sarà priva di conseguenze per i piani futuri dei Benetton in Italia, a prescindere dall'esito dell'accordo con Abertis). E' anche contraddittorio perché delle due l'una: o il gruppo dei Benetton ha rispettato la tabella di marcia degli investimenti, e quindi il regolatore ha eventualmente tutto lo spazio per intervenire in caso di futuri inadempimenti e il danno, in prospettiva, sarebbe limitato (e non ci sarebbero buche); oppure il gruppo non ha rispettato gli impegni, e allora il regolatore è venuto meno ai suoi doveri non intervenendo prima e nelle sedi opportune (che non sono le pagine dei quotidiani).

In altri termini, non ha alcuna giustificazione un intervento preventivo contro buche che ancora non ci sono: se l'intervento si riferisce a buche che già affliggono la rete autostradale, allora l'ingresso di capitali spagnoli non le allarga né le moltiplica. Se l'attuale concessionario è poco serio, un mutamento nell'assetto proprietario quanto meno porta con sé il beneficio del dubbio. Se invece l'attuale concessionario è ritenuto serio, la sua serietà non può essere messa in dubbio nel momento in cui esso individua un partner per una fusione strategica.

Poco campioni, molto nazionali

A ben guardare, l'opposizione *bipartisan* alla fusione tra Autostrade e Abertis sembra avere

24: Orazio Carabini, "Autostrade e la formula magica delle tariffe", *Il Sole 24 Ore*, 6 maggio 2006.

25: "S'avanza il governo Prodi, e Benetton è pronto a parlarne", *Il Riformista*, 10 maggio 2006.

26: Marcello Zacché, "Intervista a Franco Debenedetti", *Il Corriere della Sera*, 25 aprile 2006.

poco a che fare con le logiche industriali o i meccanismi della concessione. Piuttosto, le sue ragioni profonde vanno cercate nella presunzione che una compagnia italiana sia un soggetto più affidabile di una in cui ai capitali italiani se ne aggiungono di stranieri. E' una posizione intellettualmente imbarazzante, perché un problema più urgente e più grave è l'incapacità del nostro paese di attrarre investimenti dall'estero. In fondo, a dominare è un malinteso sentimento nazionalistico, per cui si pretende che siano compagnie di bandiera a esercitare il controllo sulle nostre infrastrutture – compagnie quindi che possano essere soggetto e oggetto di pressioni politiche – e che al massimo dall'estero affluiscano capitali, non partner ingombranti. Si tratta anche di una logica anacronistica perché, come sottolinea Michele Ruta, "le fusioni sono una conseguenza dell'integrazione economica del continente e della globalizzazione che provoca simultaneamente l'aumento della dimensione del mercato e delle pressioni competitive. Ciò spinge le imprese in diversi settori a fondersi e ristrutturarsi nel tentativo di guadagnare efficienza, che si può ottenere attraverso economie di scala, o di diminuire la concorrenza".²⁷ Evidentemente in questo caso non ci troviamo di fronte a un'operazione tesa a diminuire la concorrenza, perché le autostrade sono già un monopolio naturale e la concorrenza non ha i lineamenti di una competizione tra tratte autostradali alternative, ma si gioca sulla capacità delle autostrade di sottrarre consumatori alle strade prive di pedaggio, ai treni, agli aerei, e agli altri mezzi (e viceversa). Quindi bisogna assumere che la fu-

sione risponda al tentativo di creare valore per gli azionisti attraverso un guadagno di efficienza. In linea di principio e a priori, i consumatori non hanno nulla da temere dalla fusione; gli azionisti hanno solo da guadagnare.

Chi perde dunque nella transazione? Principalmente la discrezionalità del potere politico: un'impresa più solida e con un piede in un altro paese è meno influenzabile. I suoi successi e rovesci si misurano secondo il metro del mercato e, nel caso di un'impresa operante in regime di concessione, sulla capacità di far fronte alle richieste del concedente. Naturalmente al regolatore resta un'arma: esso può aumentare a dismisura le sue richieste oppure ridurre eccessivamente il livello delle tariffe. In questa maniera il concessionario sarebbe praticamente costretto alla fuga: ma a quelle condizioni sarebbe difficile trovare un sostituto, e se le condizioni cambiassero col mutare del concessionario il paese nel suo complesso pagherebbe un caro prezzo in termini di credibilità.

In realtà, il teatrino politico a cui si è assistito ha già imposto, al paese, una perdita di credibilità. Quegli investitori che fossero interessati a entrare in Italia hanno avuto l'ennesima testimonianza dell'ostilità con cui, da destra e da sinistra, si guarda ai capitali stranieri. Quindi ci penseranno non due, ma tre o quattro volte, prima di varcare le Alpi. Inoltre, viene da chiedersi con quale faccia potrà il futuro governo andare a Bruxelles e battere i pugni quando sono imprese italiane a incontrare difficoltà nelle loro mire espansionistiche all'estero. Per esempio, la Commissione Europea sta ancora seguendo la saga Enel-Suez: se, come è probabile, Parigi non cambierà rotta, come potrà

27: Michele Ruta, "Fusioni e campioni", *Lavoce.info*, 26 aprile 2006, http://www.lavoce.info/news/view.php?id=10&cms_pk=2134&from=index.

Roma chiedere un intervento dell'esecutivo europeo ed essere ritenuta un interlocutore in buona fede?

Il liberismo a corrente alternata nuoce a tutti coloro che da politiche autenticamente orientate al mercato avrebbero da guadagnare: i consumatori, gli azionisti di Autostrade, e gli azionisti di imprese come Enel (tra cui il governo). In una parola, il segmento più vitale, dinamico e produttivo dell'economia italiana.

Carlo Stagnaro è direttore del dipartimento "Ecologia di mercato" dell'Istituto Bruno Leoni.

