

ENI-SNAM RETE GAS

La rete separata e l'interesse comune

di **Guido Tabellini**

Rete separata e interesse comune

Finalmente si è deciso di separare Eni e Snam Rete Gas. Ma come farlo? A leggere i resoconti sui giornali, si contrappongono due visioni. L'Eni (che detiene il 52% di Snam) vorrebbe vendere la società della rete attraverso una gara. In questo modo Eni incasserebbe il premio per il controllo della rete, massimizzando gli introiti per gli azionisti. Il ministero dell'Economia, che attraverso la Cassa Depositi e Prestiti (Cdp) più una sua partecipazione diretta è azionista di controllo di Eni, vorrebbe invece scorporare Snam da Eni attraverso una "scatola cinese". Ciò consentirebbe allo Stato di mantenere il controllo sulla rete senza essere costretto a sborsare un euro. Non è solo una contrapposizione tra interessi economici divergenti. Entrambi i punti di vista riflettono criteri validi dal punto di vista dell'interesse generale.

La posizione del management Eni tutela gli interessi degli azionisti di minoranza, che altrimenti sarebbero costretti a cedere una società controllata senza poter incassare il premio del controllo. La posizione del ministero è giustificata dall'esigenza di evitare esborsi allo Stato o alle sue controllate in un momento di particolare austerità di bilancio.

Vi è tuttavia un altro modo di affrontare il nodo della separazione, che va ben oltre la questione finanziaria di gara o scorporo. Quale deve essere l'assetto proprietario finale di Snam Rete Gas? È questa la domanda da cui partire.

L'opinione prevalente è che lo Stato (direttamente o attraverso Cdp) debba mantenere il controllo di Snam. La rete del gas è un'infrastruttura fondamentale per il Paese, si dice, e non può essere interamente ceduta a chi è interessato

esclusivamente alla massimizzazione del valore, o magari a gruppi stranieri.

Ma è davvero così? Tanto per cominciare la rete è fissa e non può essere delocalizzata, e la sua cessione a monopolisti stranieri può essere impedita da golden shares o con altri mezzi. In secondo luogo, la rete è strettamente regolamentata da un'autorità indipendente e tecnicamente preparata, che può imporre vincoli sulla gestione, e che può interferire con i piani di investimento. Anche se al Governo vi fossero sempre tecnici competenti e preoccupati esclusivamente dell'interesse generale, la loro capacità di incidere sulle scelte operative o strategiche del gestore della rete attraverso il controllo proprietario, in aggiunta a quanto già può fare l'autorità di regolamentazione, sembra davvero limitata. Tanto più se il controllo del Governo è intermediato da una società come Cdp. Terzo, purtroppo al Governo non siederanno sempre tecnici competenti e preparati, e resta tutto da dimostrare che l'interesse generale sia meglio tutelato dal controllo pubblico, piuttosto che da un'azionista privato interessato alla massimizzazione del valore e sottoposto a regolamentazione. Tra l'altro, Cdp risulterebbe azionista di maggioranza sia di Eni che della rete, e quindi il conflitto di interessi che oggi è in capo all'Eni riemergerebbe dentro Cdp. Quarto, una società interamente privata potrebbe forse avere maggiori opportunità di trasformarsi in un gestore di infrastrutture europee, cosa auspicabile sia per il mercato unico europeo che per Snam. In teoria anche Cdp potrebbe assistere Snam a espandersi in questa direzione. In pratica, tuttavia, è probabile che gli altri stati europei siano più riluttanti a cedere le loro reti a un operatore con-

trollato dallo Stato italiano (e che a sua volta resta il principale azionista di Eni).

Tutte queste considerazioni spingono verso la conclusione opposta: non è affatto scontato che Cdp (o lo Stato) debba avere un controllo sulla rete del gas, anzi, semmai è vero il contrario. Snam è una società attraente per il mercato, e soprattutto per gli investitori istituzionali alla ricerca di rendimenti stabili su un orizzonte di lungo periodo, perché le sue entrate sono a basso rischio (il rischio principale è indotto dalla regolamentazione). Non sarebbe quindi difficile trovare capitali privati interessati ad investire nella rete. Ciò consentirebbe di investire i risparmi postali che affluiscono alla Cdp verso altre attività, magari dove l'afflusso di capitali privati è più scarso.

Se accettiamo che non vi sono ragioni valide per affidare il controllo di Snam a Cdp, anche la questione di come operare la scissione da Eni diventa più semplice. Una gara, fatta con lo scopo di massimizzare l'introito per il venditore, non avrebbe più controindicazioni. O meglio, ne avrebbe una sola: i proventi della vendita, stimati intorno a 6-7 miliardi, affluirebbero a Eni. E vi sarebbe il giustificato timore che di queste risorse Eni potrebbe non fare buon uso. Ma qui la soluzione è semplice: la vendita di Snam andrebbe accompagnata dalla richiesta a Eni (e poi a Cdp) di pagare un dividendo straordinario, in modo da far affluire i proventi della vendita nelle casse dello Stato e agli altri azionisti.

Infine, questa riflessione rimanda ad una questione ancora più generale. Ora che il mercato azionario italiano si sta riprendendo, non sarebbe il caso di rimettere in moto le privatizzazioni, inclusa la vendita delle partecipazioni in Eni oggi detenute da Cdp?

Guido Tabellini