

**Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

Diplomová práce

2005

Tomáš Vyhnánek

**Univerzita Karlova v Praze
Fakulta sociálních věd**

Institut ekonomických studií

DIPLOMOVÁ PRÁCE

**Italská cesta privatizace:
Případ bankovního sektoru**

**Vypracoval: Tomáš Vyhnánek
Vedoucí: Doc. Ing. Karel Půlpán, CSc.
Akademický rok: 2004/2005**

Prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a použil pouze uvedené prameny a literaturu

V Praze dne

podpis studenta

Děkuji Doc. Ing. Karlu Půlpánovi za podnětné vedení práce

ABSTRAKT

Předkládaná práce se zabývá východisky, podobou a výsledky privatizace italského bankovního sektoru. Státní vlastnictví v Itálii mělo ve 20. století velký význam. Státní vlastnictví umožňovalo takovou alokaci zdrojů, která byla potřebná z hlediska rozvoje ekonomiky, ale kterou nemohl financovat soukromý sektor. Postupem času se stalo státní vlastnictví podniků zátěží. V podmínkách globalizující se ekonomiky a evropského sjednocování se ukazovalo jako brzda konkurenceschopnosti. Privatizace se ukazovala jako nezbytná, privatizace bank jako prioritní - banky ve státním vlastnictví nebyly nadále konkurenceschopné. Práce sleduje obecný privatizační design, formulovaný na začátku 90. let (legislativu a metody) a vlastní privatizaci tří bank, Credito Italiano, Banca Commerciale Italiana a Istituto Mobiliare Italiano a jedné pojišťovny – INA. Výsledky privatizace práce hodnotí na základě současných výsledků privatizovaných bank.

Privatizace italských bank byla kritizovaná, že výsledná vlastnická struktura není zcela transparentní vinou křížových vlastnictví a přetrvávající dominantní pozice nadací v akcionářské struktuře některých bank. Tento názor práce ověřuje z pohledu českého ekonomů. Při pohledu na charakter italské ekonomiky – kulturněhistorické kořeny, z nich vyplývající nízké transakční náklady a přirozenou evoluci vlastnictví, fungující kapitálový trh a především dobré výsledky privatizovaných bank – můžeme vnímat existující vlastnickou strukturu jako (ve střednědobém horizontu) optimální.

ABSTRACT

The thesis reviews background, design and outcomes of the privatization of the Italian banking sector. The state ownership played a crucial role during the 20th century. It encouraged such an allocation of resources which was important because of the development of the national economy. The state ownership became a great burden for the public finance with the coming globalisation and European integration and discouraged competitive behaviour across the banking sector. The privatization was also necessary and privatization of the state banks priority. This thesis focuses on a design and a legal framework of the privatization process and describes its concrete application on three banks and one insurance company: Credit, Comit, IMI and INA. The results of privatizations are checked-up by present development of above-mentioned banks.

The privatization was criticised because of a vast cross-ownership and remaining dominant position of foundations in the share capital of some banks. This opinion is examined from the point of view of a Czech economist: regarding the nature of the Italian economy – low transaction costs and unaffected evolution of the property consequent on deep cultural and historical roots as well as a good position of recently privatized Italian banks on global markets – we can take this rather remarkable ownership structure as a medium-term optimum.

Obsah

1	Úvod: Itálie očima českého ekonomu	8
1.1	Motivace	8
1.2	Použitá literatura	9
1.3	Otázky diplomové práce a její struktura	10
2	Italská ekonomika na cestě k dominanci státního vlastnictví	11
2.1	Historické předpoklady státní aktivity v ekonomice	11
2.1.1	Průmyslová revoluce	11
2.1.2	Velká hospodářská krize třicátých let v italských souvislostech: krize alokace zdrojů	12
2.1.3	První vstup státu do vlastnictví podniků	12
2.2	Státní účasti jako motor italského růstu v druhé polovině 20. stol.	14
2.2.1	Poválečná obnova	14
2.2.2	IRI – model ovládnutí ekonomiky státem	17
3	Italská ekonomika na cestě k privatizaci	19
3.1	Vnitřní příčiny privatizace	20
3.1.1	Nárůst italského státního dluhu	20
3.1.2	80. léta: nárůst zadlužování skupiny IRI a první privatizace	22
3.2	Vnější důvody privatizace	24
3.2.1	Mezinárodní souvislosti	24
3.2.2	Itálie a plnění maastrichtských kritérií	25
3.2.3	Měnová krize roku 1992 jako trigger privatizace	26
4	Privatizační legislativa	28
4.1	Zahraniční privatizační modely	29
4.1.1	Inspirace britskou privatizací	29
4.1.2	Inspirace francouzskou privatizací	29
4.2	Formální privatizace jako předpoklad privatizace vlastní	30
4.3	Barucciho plán	31
4.4	Privatizační legislativa vyplývající z Barucciho plánu	33
Box 3 - Consob		34
4.5	Procedura privatizace	34
4.5.1	Veřejná nabídka	34
4.5.2	Veřejná aukce – <i>Asta pubblica</i>	37
4.6	Kritika: Mezi formální a skutečnou privatizací	39
5	Vlastní průběh privatizace	40
5.1	Specifická italského bankovního sektoru	41
Box 4 - Mediobanca I		43
5.2	Stanovení ceny při privatizaci bank	43
5.3	Privatizace bank z portfolia IRI	44
Box 5 - Mediobanca II		46
5.3.1	Credit	47
5.3.2	Comit	50
5.4	Privatizace bank z portfolia ministerstva pokladu	51
5.4.1	IMI	52
5.4.2	INA	54
6	Výsledky privatizace italských bank	55
6.1	Vlastnická struktura	55
6.2	Výsledky sledovaných bank v současnosti	58
6.2.1	Unicredito Italiano	58
Box 6 – Alessandro Profumo, ředitel Unicredito		59
6.2.2	Banca Intesa	61
Box 7 - Mediobanca III		62

6.2.3	SANPAOLO IMI	62
6.2.4	INA	63
6.3	Privatizace a finanční trhy	63
6.4	Hodnocení z italské perspektivy	64
6.5	Hodnocení z mezinárodní perspektivy	65
6.6	Hodnocení z české perspektivy	67
7	Závěr	75
	Seznam literatury	77
	Příloha 1 – Hlavní privatizace	82
	Příloha 2 – Objem privatizace	82
	Příloha 2 – Objem privatizace	83
	Příloha 3 – Italská burza	84
	Příloha 4 – Vlastnická struktura bank: leden 2005	86
	Příloha 5 - Negativní jevy italského finančního sektoru	90
	Parmalat	90
	Případ Union banka	91

1 Úvod: Itálie očima českého ekonomy

1.1 Motivace

Zájem české ekonomické obce o konkrétní podobu a výsledky zahraničních privatizačních procesů není – možná vzhledem k objemu samotné české privatizace – příliš velký. Přitom není bez zajímavosti, že skoro v celé západní Evropě probíhaly velké privatizace státních účastí v podnikové sféře právě v 90. letech, tedy shodou historických okolností ve stejné době jako u nás. Zatímco však privatizace v bývalém komunistickém bloku byla vynucena naprostou neefektivitou všeobjímajícího státního vlastnictví a centrálního plánování, privatizace na západ od železné opony neměla tak přelomový charakter: státní vlastnictví podniků bylo v určitém období výhodné a plnilo úkoly hospodářské politiky (zejména v souvislosti s poválečnou obnovou) a v době, kdy tyto výhody pominuly a státní vlastnictví se stalo zátěží a brzdou ekonomiky, se začalo uvažovat o jeho privatizaci.

Domnívám se, že pohled do zahraničí by mohl prohloubit debatu, jež probíhá o transformaci české ekonomiky. Zatímco totiž česká privatizace viděla svůj vzor v anglosaském modelu, realizovaném zejména Margaret Thatcherovou ve Velké Británii, v zahraničí se můžeme setkat i s jinými modely privatizace, které odrážely realitu jednotlivých zemí – referenčními zeměmi jsou zejména Francie, Německo a v neposlední řadě Itálie.

Dalším podnětem pro diplomovou práci je skutečnost, že v odborné debatě o privatizaci dominují anglosaské teorie, které jsou psány z perspektivy britského a amerického modelu vlastnictví (fungující burza, jasné vlastnické struktury). Musíme si klást otázku, jsou-li závěry těchto teorií jednoduše aplikovatelné v prostředí kontinentální ekonomiky.

Zejména pro českého ekonomy může být italská realita podnětná. Itálie je zemí, kde existuje dlouhodobý problém se správným fungováním formálních institucí. Ekonomice v poválečném období zcela dominovalo státní vlastnictví, které plnilo rozličné hospodářskopolitické úkoly. Itálie pak v 90. letech aplikovala vlastní model privatizace, který měl prvky jak anglosaského, tak francouzského modelu – detailnější pohled na její průběh může odhalit, které prvky při přenosu do jiné ekonomické reality jsou funkční a které naopak selhávají.

Proč se zabývat právě bankovním sektorem? Struktura bankovního sektoru do jisté míry ovlivňuje podobu celé ekonomiky. Privatizace bankovního sektoru je v rámci diplomové práce představena jako podstatný předpoklad privatizace ostatních sektorů ekonomiky. Bankovní sektor je zde tedy chápán jako referenční segment italské zkušenosti s privatizací.

Bankovní sektor si jako referenční pro analýzu italské privatizace zvolili též Preda, Giorgino (1995).

Naopak stranou zájmu předkládaného textu zůstává privatizace síťových odvětví a komunálních služeb (tzv. *public utilities*). Privatizace těchto sektorů s sebou nese celou řadu dalších otázek o regulaci, antimonopolních opatřeních a mezinárodní konkurenci, jež zde nemůžeme řešit. Analyzovat zmíněné oblasti by dále vyžadovalo dostatečný vhled do specifických problémů jednotlivých síťových odvětví (energetika, telekomunikace, železnice). Mimoto se těmito tématy hojně zabývá odborná literatura.

Při předkládané analýze půjde zejména o to, neopustit perspektivu českého ekonomů: ačkoliv zde česká privatizace nebude rozebírána přímo, budou zde v rámci úvah o italské privatizaci kladeny otázky, které nevznikly v rámci mezinárodní odborné debaty, nýbrž ve specificky českém prostředí.

1.2 Použitá literatura

Italská ekonomika s velkým podílem státního vlastnictví byla inspirací zejména pro ty české ekonomy, kteří hledali možnost propojení tržní a centrálně plánované ekonomiky (tzv. osmašedesátníci). V tomto prostředí vznikla monografie J. Votruby a B. Lukaje *Koncerny IRI a ENI*, jež ale poprvé vyšla až po více než třiceti letech v roce 2000. Ukazuje nám nejen historickou podobu a funkci italského státního vlastnictví podniků, ale též sympatie, které pro tento model hospodářské politiky měli autoři. Stať Václava Klause „Na okraj italského hospodářského rozvoje“ a dvě statě Jana Plevy o státních podnicích v Itálii, vše ze začátku 90. let, uzavírají český odborný zájem o italské hospodářství. Italskou privatizací a jejími výsledky se na základě dostupných pramenů nikdo hlouběji nezabýval. Na IES FSV UK vznikla jedna diplomová práce (Kvapilová, 2000) o hospodářské politice Lamberta Diniho a Romana Prodiho v letech 1995-98.¹ Italské ekonomice byla v poslední době věnována v českém prostředí pozornost v souvislosti s kauzou PARMALAT.² Pro celkové hodnocení mi poskytly inspiraci analýzy české privatizace - Mejstřík (1997) a Kouba, Vychodil, Roberts (2004).

Hlavním pramenem pro tuto práci se staly původní italské studie, které jsem shromáždil v rámci studijního pobytu na univerzitě La Sapienza v Římě. Tyto prameny lze

¹ Na FSV dále vznikly následující práce, zabývající se italskou ekonomikou: Kočandrová (2004), Pokutová (1999), Součková (2002). Na VŠE dle veřejně dostupného katalogu v posledních letech vznikla k tomuto tématu jedna diplomová práce - Hanáková (2001).

² Uvedená kauza s tématem práce souvisí sice okrajově, přesto bude na konci práce zmíněna pro ilustraci aktuálních problémů italského bankovníctví.

orientačně rozdělit podle toho, jak hodnotí privatizaci: na jedné straně neproblematizující³ IRI (2001), a zdroje z okruhu Mediobanky hodnotící privatizaci vysoce kladně na druhé straně práce kritické, kritizující např. právě roli Mediobanky v celém procesu, výslednou vlastnickou strukturu podniků a napojenost ekonomických kruhů na politické trhy. Vědecké práce ale ve své analýze nesahají až do současnosti. Pro aktuální situaci jsou zdrojem články z tisku a relevantní internetové stránky. Pro vývoj privatizovaných bank v posledních letech jsou zdrojem jednotlivé výroční zprávy.

Dalším zdrojem jsou studie, zabývající se danou problematikou zvenčí – studie anglosaských autorů, které jsou podnětné zejména svým hlediskem, tj. hodnocením privatizace z perspektivy vlastního nebo globálního ekonomického prostředí. Reprezentantem tohoto úhlu pohledu je Goldstein (2003).

1.3 Otázky diplomové práce a její struktura

Hlavním tématem diplomové práce je rozbor povahy italské privatizace a její hodnocení vzhledem k privatizačním výsledkům. Předem je však třeba zodpovědět následující otázky: proč byl v italské ekonomice tak silně přítomný státní sektor? Jaké hospodářskopolitické úkoly plnil? Proč se vůbec začalo uvažovat o jeho privatizaci a proč právě na přelomu 80. a 90. let?

Jak byla privatizace zákonně upravena, jak se definovaly její parametry na tradičně nestabilním italském politickém trhu? Jaké cíle sledovala? Jak se podařilo těmto cílům v důsledku dostat?

Měla privatizace vliv na zvýšení výkonu a konkurenceschopnosti italské ekonomiky? Jak byla v tomto ohledu hodnocena různými autory? Co je vlastně podstatou italského ekonomického úspěchu a jakou roli v něm hraje vlastnická struktura podniků?

Uvedené otázky předjímají strukturu textu: v následující části bude popsána cesta k dominanci státního vlastnictví a hospodářskopolitické zdůvodnění tohoto vývoje. Tato část je důležitá zejména pro pochopení odlišných privatizačních východisek, než jaké byly např. v ČR (ČSFR). Následuje krátká analýza italské ekonomické situace a mezinárodního kontextu začátku 90. let – obojí představovalo výrazné urychlení privatizace. Privatizační zákonodárství, formální privatizace a vlastní privatizace, tedy popis jednotlivých kroků autorit hospodářské politiky pak tvoří jádro práce. Následně se podíváme na situaci některých privatizovaných bank v současné době a jejich vlastnickou strukturu. Práci završuje analýza výsledků privatizace, jednotlivých interpretací a interpretace vlastní. Ta zároveň otevře další možné otázky o vztahu ekonomické výkonnosti a vlastnické struktury podniku.

³ Což je pochopitelné i vzhledem k vydavateli, kterým je státní holding IRI.

2 Italská ekonomika na cestě k dominanci státního vlastnictví

2.1 Historické předpoklady státní aktivity v ekonomice

2.1.1 Průmyslová revoluce

Levicově orientovaní autoři Lukaj, Votruba (2000) či Graziani (2000) zdůrazňují, že pro rozvoj II. průmyslové revoluce a ocelově-uhelné páteře nebyly v Itálii historicky příznivé podmínky: země nemá ani železnou rudu ani uhlí, jejichž naleziště byla důležitá pro hutnictví a vznik průmyslových center. Navíc po dobu, kdy v jiných částech Evropy průmyslová revoluce probíhala, byla Itálie rozdělena na mnoho malých území, mezi kterými byly silné celní bariéry. Kapitál zůstával ležet ladem v důsledku přežívání latifundií a velkého vlastnictví půdy, neexistovaly tedy významné finanční toky do průmyslu. Země navíc neměla příjmy z kolonií a nebyla ani významným tranzitním územím. Zvýšení kapitálového zisku tak bylo za těchto nepříznivých okolností možné dosáhnout pouze kombinací dvou opatření: celním protektorátem a státní intervenční politikou. Tyto dva jevy pak určovaly po dlouhá léta tvář italského průmyslu.

Na druhou stranu je třeba oproti zmíněným autorům uvést, že Itálie měla dlouhodobé předpoklady úspěšné ekonomiky. Byla to právě severní Itálie, kde ve 14. století vzniklo evropské bankovníctví a účetnictví, a kde pevně zakořeněná obchodní a řemeslná tradice přetrvala nepochybně až do 19. století. Zároveň byla severní Itálie ve stálém kontaktu s vyspělými oblastmi jižního Německa a Francie, měla námořní spojení s Anglií atd. Tudíž tato historicky bohatá oblast (kde byly bezpochyby přítomny i vysoce kvalitní pracovní zdroje) skrývala jistý potenciál, který ale nebyl v době tzv. II. průmyslové revoluce zcela využit.

Kolébkou novodobého italského ekonomického rozvoje se stala Lombardie a Piemont s centry Milánem a Turínem, kam byla dovážena strojírenská zařízení z Anglie a tamní řemeslná výroba se tak začínala měnit na výrobu průmyslovou. Tento region, Pádská nížina a okolí, měl velkou výhodu oproti zbytku Itálie také z hlediska mezinárodní dopravy (námořní, železniční). Italský průmysl se však na sklonku 19. století rozvíjel nejméně dvakrát pomaleji než průmysl ostatních západoevropských zemí. Itálii navíc pronásledovala vysoká nezaměstnanost.⁴ Můžeme tedy pozorovat skoro až přebytek lidských zdrojů, jež byly, díky zmíněným řemeslným a kulturním tradicím, potenciálně velmi kvalitní.

⁴ Jedním z důsledků byla vysoká emigrace do USA - v předvečer První světové války byl největším italským městem New York, kde žily až tři miliony obyvatel italského původu.

Otázkou je, v čem tkví důvod velké zaostalosti italského Jihu. Mnozí vědci si kladli otázku, je-li skutečně způsobena jen nedostatečnou přizpůsobivostí tamního obyvatelstva, nebo sehrály-li zde roli i jiné faktory. Gramsci (1987) vidí příčinu zaostalosti italského Jihu v politickém spojení jihoitalských velkých vlastníků půdy se severoitalskými průmyslníky. Výměnou za přežití feudální moci byl Jih přeměněn na závislé území Severu. Politické sjednocování Itálie proběhlo na úkor rolníků z Jihu, kteří neměli zastání u vůdců národní revoluce.

2.1.2 Velká hospodářská krize třicátých let v italských souvislostech: krize alokace zdrojů

První světová válka podnítila rozvoj italského strojírenského průmyslu a vznik průmyslu chemického. Postupný rozvoj však zcela zastavila krize roku 1929. Průmyslová výroba tehdy poklesla o 27 % a počet bankrotů byl šest až sedm tisíc ročně. Mezinárodní obchod se snížil v letech 1925 – 1932 více než o polovinu.

Reakcí na tento pád ekonomiky bylo utužení diktátorských prvků režimu - fašismus byl sice v Itálii u moci již od dvacátých let, ale během hospodářské krize zvýšila státní moc svou přítomnost v ekonomice. Ta znovu upevnila pakt mezi vlastníky půdy na Jihu a průmyslníky Severu. Protekcionismus dovolil přežít italskému průmyslu s malým kapitálem a bez významnějšího růstu. Gramsci (1987) nazývá toto období „žebračským imperialismem“. Itálie byla před Druhou světovou válkou zemí, kde průmyslová a zemědělská produkce byly vyrovnány, což bylo v tehdejší západní Evropě, kde se průmysl dynamicky rozvíjel, negativní unikum.

Fašismus tak ekonomicky prohloubil všechny nerovnoměrnosti Itálie. Embargo, uvalené na Itálii kvůli okupaci Habeše (Etiopie), zakazovalo dovážet suroviny, takže se italský průmysl nemohl nikterak rozvíjet. Potřeba obilí donutila italský stát pěstovat tuto plodinu i tam, kde pro to nejsou přírodní ani ekonomické podmínky. Velcí vlastníci půdy se obohatili úřední cenou obilí, která byla stanovena na zhruba dvojnásobek ceny reálné. Nastal tak prudký pokles životní úrovně obyvatelstva, doprovázený navíc rozsáhlým ničením při osvobozování od fašismu ať už spojeneckými vojsky nebo partyzány.

2.1.3 První vstup státu do vlastnictví podniků

Italská vláda se rozhodla řešit problémy s alokací zdrojů během hospodářské krize zestátněním některých podniků – zabránila tak hrozícímu kolapsu ekonomiky. Hlavním hospodářskopolitickým nástrojem se v této souvislosti měl stát institut, 100% vlastněný státem, který by spravoval podniky určené k ozdravení pomocí dočasněho státního vlastnictví.

IRI - Istituto per la Ricostruzione Industriale (dále jen IRI)⁵ - vznikl zákonem již 23. ledna 1933 a od samého počátku byl nazýván *nemocnicí průmyslu*. IRI představoval po dlouhá léta jeden z hlavních hospodářskopolitických nástrojů. Do jeho správy se také dostalo posléze mnoho bank, o jejichž privatizaci diplomová práce pojednává.

IRI měl tedy sloužit především jako nástroj *finančního* ozdravení průmyslu a bank, které se v době světové hospodářské krize (odstartované krachem newyorské burzy v roce 1929) ocitly ve finanční tísní, leckdy na pokraji bankrotu. Po uzdravení se dle původních plánů měly podniky vrátit do soukromého vlastnictví, dokonce i původnímu vlastníkovi. Banky a podniky si proto zachovaly právní formu akciové společnosti. Jinými slovy, nešlo o klasické znárodnění, ale o finanční záchranu, která měla být završena úspěšným odprodejem do soukromých rukou. Duchovním otcem projektu byl Alberto Beneduce, ministr práce v poslední liberální vládě před nástupem fašismu. Po jeho boku stanul další významný italský ekonom, Donato Menichelli, který byl prvním generálním ředitelem IRI a po válce se stal guvernérem italské centrální banky - **Banca d'Italia** (dále Italská banka) (IRI, 2001:95).

V době světové krize hrozil úpadek také třem tehdy hlavním italským bankám, **Banca di Roma**, **Banca Commerciale Italiana** a **Credito Italiano**. Pro poslední dvě banky dále užíváme běžnou zkratku **Comit** a **Credit**. Banky byly pochopitelně hospodářskou krizí ohrožený více než jiné podniky – v jejich případě existovalo větší riziko toho, že se z běžné cyklické krize stane krize systémová, jak ukazuje Inzerillo, Messori (2000:123). V důsledku tzv. techniky *Immobilizzo*,⁶ kterou banky prováděly, se v jejich trezorech hromadily akcie podniků, kterým poskytovaly dlouhodobé financování a za to získávaly nad těmi podniky relativní nebo absolutní kontrolu. Akcie však byly dále neprodejný. V letech 1933 a 1934 přešly od zmíněných tří bank přímo pod kontrolu IRI významné balíky rozmanitých akcií, čímž došlo k tzv. *Smobilizzo*.⁷ Banky se těchto podílů potřebovaly zbavit, protože jejich klesající hodnota je táhla ke dnu, avšak standardní prodej na burze by pouze prohloubil hospodářskou krizi. Pod správu IRI tak přešel téměř veškerý těžký průmysl, plavební společnosti, námořní loděnice, SIP (Piemontská společnost pro elektřinu a telefony), UNES (elektrická energie). Celá operace tehdy stála italský stát 16 mld lir, tedy více než válka ve východní Africe. IRI tedy získal akcie nákupem od bank, a to za nově vytištěné peníze. Konečným plátcem byla Italská banka, která transferovala prostředky do likvidačního institutu a odtud do IRI. Italská banka tyto prostředky generovala zvyšováním množství oběživa, docházelo tedy k řízené inflaci (Lukaj, Votruba, 2000:27-30).

⁵ Ústav pro průmyslovou výstavbu - dle Italsko-českého slovníku (2001)

⁶ Immobilizo – znehybnění, zablokování.

⁷ Smobilizzo – opětovné uvolnění.

V IRI existovala vedle sebe dvě oddělení: na jedné straně *Institut průmyslového úvěru* pro financování průmyslu, respektive udělování dlouhodobých půjček, na straně druhé pak *Sekce nákupu akcií*, pod kterou spadaly skutečné záchranné operace. V roce 1936 však byl Institut průmyslového úvěru zrušen, aktiva a pasiva byla převedena do druhé části IRI, která získala podobu holdingové společnosti. Úkol, kterým byl v té době pověřen IRI, tak byl úplně oddělit řízení průmyslu od bankovního systému a zápůjčních fondů.

V roce 1937 se však také hlavní banky dostaly pod křídla IRI. V tom samém roce se z IRI, původně zamýšleného jako prozatímní společnost, kde měly být (zejména) banky umístěny jen dočasně, stala společnost trvalého charakteru.⁸

Na začátku války měl IRI ve svém portfoliu skoro polovinu kapitálu všech italských akciových společností (IRI, 2001:95). Portfolia se však záhy zmocnila korupční fašistická ekonomika. Fašistický režim používal IRI výhradně pro naplnění svých zájmů, původní cíl, a sice finanční ozdravení podniků, zcela ustoupil do pozadí. Ve válečných letech se stal IRI hlavním nástrojem italského státu pro válečnou výrobu.

Během Druhé světové války navíc došlo k velkému snížení fyzického kapitálu IRI, protože byla zničena značná část jeho výrobních kapacit (v sektoru loděnic a strojírenství to bylo dokonce až 90 %).

2.2 Státní účasti jako motor italského růstu v druhé polovině 20. stol.

2.2.1 Poválečná obnova

Naprostý obrat italské ekonomiky nastal až po Druhé světové válce, kdy v letech 1950 – 1955 průmyslová výroba konečně předstihla svým podílem na HDP výrobu zemědělskou. Následovalo období tzv. hospodářského zázraku (*miracolo economico*), kdy v letech 1958-63 vykazoval růst italského HDP dvoumístná čísla. Itálie v tomto období zaznamenala snad nejdynamičtější rozvoj ze všech evropských ekonomik (s výjimkou SRN), bylo to období rozkvětu specifické italské podoby konsumismu⁹ a fordismu. Stručně zmiňme hlavní faktory tohoto boomu:

- vysoká nabídka relativně učenlivé a schopné pracovní síly
- s tím související nízké mzdové náklady
- schopnost získat nebo napodobit zahraniční technologie
- klesající cena základních surovin

⁸ Stalo se tak zákonem č. 905 z 24. 6. 1937.

- úspory z rozsahu při zvětšování objemu výroby
- zvyšování exportu v souvislosti se založením EHS
- dostatek kapitálu ze zisků a ze státních bank

Italský start se však dostavil s velkým historickým zpožděním. Všimněme si, jak byl zesílen zejména zapojením do velkého trhu EHS – dokonce už první deklarace celní unie mezi šesti státy Římských smluv odstranila hlavní faktor italské zaostalosti - protekcionismus. Co se týče regionálního rozmístění center růstu, nejdynamičtější oblastí se stala tzv. třetí Itálie, tzn. střední regiony jako Toskánsko, Emilia-Romagna, Marche, Umbrie. Tam se na „urbanizovaném venkově“ nejsilněji rozvíjela tradiční výroba pomocí nových technologií, přičemž tahounem růstu byl jednoznačně sektor SME. Podívejme se však nyní na ty faktory italského ekonomického růstu, které mají vazbu na státní vlastnictví.¹⁰

Poválečná italská hospodářská politika byla velmi expanzivní a růst ekonomiky stimulovala zejména přímo, tzn. alokovala disponibilní finanční zdroje do podniků se státní účastí. Dlouhodobé investice, které byly možné právě jen díky snadnějšímu přístupu k dlouhodobým zápůjčním fondům, umožnily zvyšovat produktivitu. V roce 1963 byl také znárodněn italský elektrárenský průmysl – jeho převedení pod křídla *ENI (Ente nazionale idrocarburi)*¹¹ umožnilo uskutečnit velké investice zejména do telekomunikací a také zlevnilo energie obecně, což byl další nový podnět pro hospodářský růst. V roce 1963 byla v Itálii zahájena éra politiky indikativního plánování (*programmazione economica*), na kterou s neskrývanými sympatiemi hleděli ekonomové v socialistických státech.

Negativní okolností zvýšené produktivity přes zvyšování kapitálu a s tím související konjunktury dále zůstávala vysoká nezaměstnanost. Pokračovala tedy velká emigrace, takže Itálie se stala hlavním dodavatelem pracovní síly v rámci EHS. Existovala však i emigrace vnitřní, na Sever odcházely hledat práci mnozí obyvatelé Mezzogiorna.¹² Výrobní náklady zůstaly nízké, ale jen za cenu udržení nízkých mezd a ne důslednou technologickou inovací. Při vysoké nezaměstnanosti nebylo pro velké soukromé zaměstnavatele obtížné udržet mzdy

⁹ Specifický italský konsumismus spočíval v tom, že spotřeba rostla, ale strukturálně nelogicky: zatímco např. strmě rostl prodej osobních automobilů, spotřeba masa zůstávala na úrovni rozvojové země.

¹⁰ Jinak velmi zajímavé aspekty italského poválečného hospodářského vývoje, jako např. význam odborů, vývoj kursu liry, proměny spotřeby italské domácnosti, vývoj obchodní bilance atd. zde musíme nechat stranou a odkázat zejména na Alberta Grazianiho (2000), respektive v češtině na Lukaje a Votrubu (2000).

¹¹ Národní ústav paliv – dle Italsko-českého slovníku (2001)

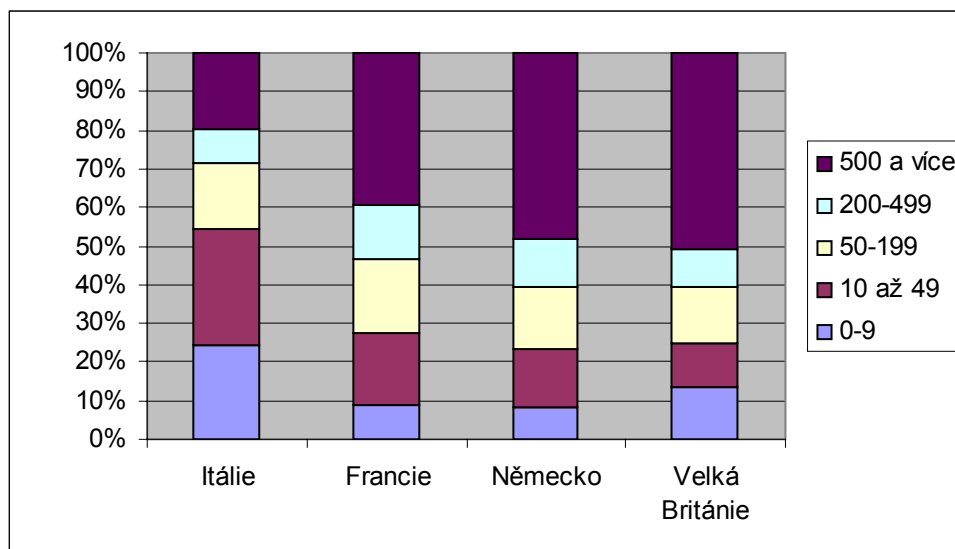
¹² Jak poznamenává Lutz (1962), například nová silnice, kterou stát postavil v rámci rozvojových programů do vesnice Mezzogiorna, často sloužila jen k tomu, aby po ní obyvatelé mohli odejít hledat práci na Sever.

na nízké úrovni. Jedním z hospodářskopolitických úkolů té doby tak bylo mj. snižovat cenu kapitálu a zvyšovat cenu práce – tedy reformovat strukturu nákladů (Graziani, 2004).

Obojí se skutečně později podařilo, zejména díky rostoucí moci odborů. Protože ale cílem odborů bylo primárně zvyšování mezd, nezaměstnanost zůstávala vysoká i při jejich růstu. Jak vidíme, příčiny vysoké nezaměstnanosti byly v Itálii v průběhu času různé – ani politika státních účastí však s tímto jevem mnoho nezmohla.

Je třeba zdůraznit, že italská ekonomika je obecně charakteristická několika strukturálními nerovnostmi. Asi nejvýznamnější z nich je rozdělení země na Sever a Jih. Další představuje tradiční upřednostňování soukromé spotřeby před spotřebou veřejnou. Itálie je rovněž charakteristická svým *dualismem* (Lutz, 1962). Na jedné straně existují velké podniky se značným počtem zaměstnanců a vysokou produktivitou (nezřídka ve státním vlastnictví), na straně druhé tisíce SME, které se tradičně vyznačovaly jistou přezaměstnaností a nižší produktivitou. Sektor SME zaměstnával tedy dohromady mnohem více dělníků, než velké podniky, což bylo v evropském kontextu raritou - viz následující graf.

Graf 1: Zaměstnanost dělníků podle dimenze podniku z hlediska počtu zaměstnanců: evropské srovnání (1990)



Zdroj: Zanetti, Alzona (1998:41)

Na italském boomeru však měly podíl oba uvedené sektory italské ekonomiky, ačkoliv vzájemná prostupnost mezi nimi, např. co se týče zaměstnanosti, byla nízká. (Všimněme si například, že mezi subdodavatele největšího italského, a jistou dobu též evropského soukromého výrobce automobilů FIAT patří právě tyto malé podniky. Fiat tak dosahoval dlouhodobě výrazně nižších výrobních nákladů) (Graziani, 2000:47). **Hovoříme-li zde o**

dominantním státním vlastnictví ve velkých podnicích, nesmíme zapomínat, že jde o dominanci zcela jiného typu než v centrálně plánované ekonomice.

2.2.2 IRI – model ovládnutí ekonomiky státem

Italské státní vlastnictví se velmi lišilo od toho, čím se státní vlastnictví nazývalo v socialistickém bloku. Státní vlastnictví mělo v italském pojetí zásadní hospodářskopolitický význam. Podniky se státní účastí se v Itálii od klasických veřejných podniků lišily především následujícími charakteristikami:

- činnost takového podniku nenarušuje celistvost daného výrobního sektoru
- takový podnik může volně konkurovat podobným ať už soukromým podnikům nebo jiným podnikům se státní účastí.

Státní intervence měla směřovat buď plošně, nebo do těch odvětví, která daná hospodářská politika uznala za strategické. Základním předpokladem takových intervencí byla pak omezená doba trvání, tj. dokud nepominou důvody jejich existence a podnik nebude stabilizován. Poté by měl přejít takový podnik do soukromých rukou (Saraceno, 1959).

Stát uplatňoval různé formy kontroly nad svým vlastnictvím v oblasti podnikové sféry: *veřejný holding* (akciová společnost, ve které stát držel 100 % akcií), veřejný (státní) podnik, (*impresa pubblica*) nebo autonomní podnik (*aziende autonome*), přímo spravovaný příslušným ministerstvem. Další formou byly speciální podniky (*Aziende speciali*). Až do roku 1992 byl však italský státní průmysl povětšinou soustředěn do tří koncernů, fungujících podle veřejného práva (IRI, ENI a EFIM¹³), které byly přímo odpovědné ministerstvu státních účastí. IRI byl posléze doveden k té podobě, že byl organizován formou holdingu. V čele holdingu stály sektorové finanční společnosti, na kterých pak závisely jednotlivé operativní podniky.

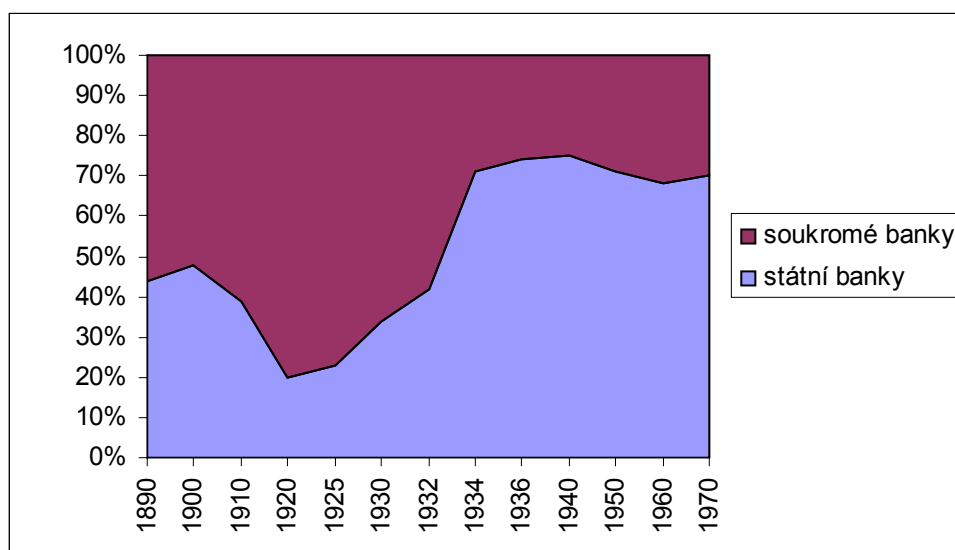
Hlavní převodní pákou italské hospodářské politiky byl koncern **IRI**, který zastřešoval další subholdingy, jako např.: *Finmeccanica* (strojírenství), *STET* (telekomunikace), *Italstat* (infrastruktura). Na sklonku 40. a během 50. let vznikly v rámci IRI společnosti, které se později staly motorem italské ekonomiky.¹⁴ Lze říci, že **státní sektor byl v této době velmi dynamický.**

¹³ EFIM – *Ente partecipazioni e finanziamento industria manifatturiera* (Ústav účastí a financování průmyslu)

¹⁴ *Finmeccanica* (vznik 1948) – společnost určena k financování především loďařského průmyslu, který je tradičně v Itálii velmi významný. *Autostrade* (1950) – stavba dálnic, *Finnelettrica* (1952), v té době vznikly též později slavné RAI (rádio a televize) a letecká společnost *Alitalia*.

Celkovou váhu státního sektoru si ilustrujme v sektoru bankovníctví. Jak je patrné z grafu, podíl státních bank na trhu se držel v podstatě stejný od Velké hospodářské krize až do 70. let.

Graf 2: podíl státu v bankovním sektoru do roku 1970



Zdroj: Banca d'Italia.

Pozn.: vyjádřeno v % jako celkový podíl na aktivech bankovního sektoru.

IRI byl též zapojen do programu rozvoje jižní Itálie.¹⁵ V podnicích se státní účastí¹⁶ se mělo až 40 % investic realizovat právě v chudších oblastech Mezzogiorna. Toto pravidlo vstoupilo v platnost spolu se založením ministerstva státních účastí ve druhé polovině 50. let. Jedním z úkolů bank ve vlastnictví IRI tak bylo poskytovat výhodné úvěry pro počáteční rozvoj průmyslu v Mezzogiornu.

3 Italská ekonomika na cestě k privatizaci

Italský státní sektor byl na začátku 90. let jedním z nejrozsáhlejších ve vyspělých zemích (Malgarini 2000:86). Státní vlastnictví zahrnovalo jak infrastrukturu (dálnice, železnice, velká díla), veřejné služby (plyn, elektřina, telekomunikace) – tedy sektory, které byly pod státní kontrolou v druhé polovině 20. století i v ostatních vyspělých západních zemích – tak celá průmyslová odvětví (petrochemii, hutnictví, strojírenství) a dále všechny větší banky a pojišťovny. Podniky se státní účastí představovaly na začátku 90. let 19 % přidané hodnoty, 24 % tvorby fixního kapitálu a 16 % nezemědělské zaměstnanosti italského hospodářství. Itálie tak velikostí státních účastí vybočovala z průměru EHS - uvedené údaje

¹⁵ Jižní Itálie zde bude dále označována jako Mezzogiorno.

¹⁶ Pro italský termín *Impresa con la partezipazione pubblica* zde volíme české označení *podnik se státní účastí* – jde o ne zcela přesný překlad, protože doslova se jedná o *podnik s veřejnou účastí*.

měly v rámci EHS průměrnou hodnotu 12 %, 19 % a 10 % (IRI, 2001:43). V roce 1991 bylo 12 z 20 největších italských podniků (měřeno objemem fakturace) státních.

Italská privatizace začala oproti ostatním zemím EHS (Velká Británie, Francie) s velkým zpožděním (Malgarini, 2000:89). Státní vlastnictví a související regulace, které zpočátku pomáhaly slabému italskému hospodářství, se postupně stávaly brzdou a způsobovaly čím dál větší distorze. Proč se však v Itálii začalo privatizovat později? Proč heslo hospodářské politiky začátku 90. let „*Di Stato padrone e imprenditore verso Stato regolatore, reformatore, equilibratore*“¹⁷ nenašlo své politické zastánce o deset let dříve, když se začalo privatizovat ve Velké Británii?

3.1 Vnitřní příčiny privatizace

3.1.1 Nárůst italského státního dluhu

70. léta znamenala pro Itálii konec dvacetiletí nepřetržitého hospodářského růstu. Nevyřešeny zůstaly dlouhodobé problémy jako vysoká nezaměstnanost, regionální rozdíly a rostoucí schodky veřejných rozpočtů. Ačkoliv například s nezaměstnaností se bojovalo právě přijímáním nových zaměstnanců do státních podniků, tato politika měla spíš než snížení nezaměstnanosti za důsledek zvýšení rozpočtových schodků.

Ropné krize 70. let měly na Itálii velký dopad, protože Itálie je zcela závislá na dovozu ropy. V roce 1975, dva roky po první ropné krizi, zasáhla Itálii otevřená ekonomická krize. Inflace byla vyšší než v ostatních státech Evropy; zablokoval se trh s úvěry, což mělo vliv na snížení produkce a zvýšení nezaměstnanosti. Docházelo též k decentralizaci výroby: ta se přesunovala z velkých podniků do SME, kde nebyly tak silné odbory.¹⁸ Na krizovou situaci reagovala vláda pravicových křesťanských demokratů (kteří ovládali hospodářskou politiku po celé dosavadní poválečné období) tzv. *kolektivní akcí*, kdy byly k jednacímu stolu přizvány i levicové strany, včetně komunistů. Důsledkem uvedeného otevření doleva (*apertura a sinistra*) bylo umírnění odborů a jejich konstruktivní spolupráce v hospodářské politice, jejímž cílem bylo především snížení nezaměstnanosti a podnícení růstu ekonomiky. Prostředkem k těmto cílům se stala i STOP-GO POLICY. V letech 1976-87 pak skutečně nezaměstnanost klesala a zejména v 80. letech byly i jisté tendence k makrostabilizaci. Konsolidace odborů byla jedním z faktorů nového přílivu zahraničních investic. V 80. letech tak byla Itálie opět jedním z nejrychleji rostoucích evropských států.

¹⁷ Od státu vlastníka a podnikatele ke státu regulujícímu, reformujícímu a stabilizujícímu.

¹⁸ Odbory získaly v Itálii velkou moc v souvislosti s „Horkým podzimem“ 1969, který byl ve znamení stávek a demonstrací za zlepšení pracovních podmínek.

Kořeny dalšího ze dlouhodobých strukturálních problémů italského hospodářství, státního dluhu, je třeba hledat právě již na začátku 70. let, v expanzivní fiskální politice, která se soustředila zejména na prevenci sociálních konfliktů. Konkrétně šlo o sociální reformy první půle 70. let.¹⁹ Veřejné výdaje nepřetržitě rostly, zatímco veřejné příjmy rostly znatelně nižším tempem. Stát přijal zodpovědnost za řešení hospodářské krize a též za následný rozvoj (modernizace infrastruktury) (Graziani, 2000:134).

Itálie dále v 70. letech přešla na jiný způsob financování státního dluhu. Ten začal od konce dekády pohlcovat značnou část úspor domácností. Až do roku 1976 bylo 70 % dluhu financováno dlužními smlouvami (*debiti contratti*) s Italskou bankou, speciálními úvěrovými institucemi a Poštovní administrativou (*Amministrazione postale*); jen 25,5 % bylo financováno státními dluhopisy. (Situace se však postupně měnila: od inflačního financování dluhu Italskou bankou se podařilo přejít k většinovému financování státními dluhopisy. V roce 1994 byla už situace zcela opačná než 20 let předtím: 73,5 % státního dluhu bylo financováno státními dluhopisy (*titoli di Stato*), které tak ale dále vázaly velkou část úspor domácností.)

Hospodářská politika se v 80. letech začala vlivem vnějšího tlaku EHS orientovat na potlačení inflace, která byla po dlouhá léta oblíbeným spojencem italských politiků při zadlužování země. Vstup do EMS však umožnil Italské bance jako monetární autoritě uplatňovat podobnou měnovou politiku jako státy s nízkou inflací a i vláda si v polovině 80. let začala uvědomovat vážnost situace. Restriktivní měnová politika a některé vládní kroky²⁰ měly za výsledek zastavení růstu cen. Spolu se snižující se inflací však rostly reálné úrokové míry, které určovaly aktuální dopad dluhu na státní rozpočet. V 80. letech tak dále výrazně rostl podíl veřejného dluhu na HDP.

Deficit se však v 80. letech zhoršoval nejen vinou nízké inflace (a také rostoucím mezinárodním úrokovým mírám), ale i vinou rozsáhlé státní podpory výrobní sféry. V Itálii se tak upevňovala tradiční role státu, definovaná jako *sociální stát* a *stát – výrobce* („*stato sociale*“ a „*stato imprenditore*“). Poměr dluhu k HDP stoupl z 59 % v roce 1980 na 120 % o 10 let později.

¹⁹ Prodloužení povinné školní docházky, reforma zdravotnictví, penzijní reforma (rozhodnutí odvozovat penze od výdělku, a ne od příspěvku). Nevyrovnanost rozpočtu, způsobenou zmíněnými opatřeními, se poté již nepodařilo urovnat.

²⁰ V roce 1984 vláda schválila roční indexaci mezd. Vítězství v následném referendu, které si vyžádala opozice a odbory, podtrhlo důvěryhodnost vlády v boji proti inflaci.

3.1.2 80. léta: nárůst zadlužování skupiny IRI a první privatizace

Po letech úspěchů musel v 70. letech čelit IRI několika krizím – globální krize hutnictví a ostatní negativní jevy²¹ nastartovaly cestu k zadlužování Institutu. Krize pokračovala i v 80. letech až do té doby, než se ředitelem IRI stal Romano Prodi,²² který zahájil řadu nezbytných reforem. Jeho úspěch při ozdravování zpomalujícího IRI znamenal zároveň začátek jeho stejně úspěšné politické kariéry.

Box 1 – Romano Prodi

Romano Prodi - „il Professore“ - je osobnost, jejíž význam přesahuje rámec italské politiky. Absolvoval práva na Katolické univerzitě v Miláně, poté byl asistentem na Università di Bologna a na London School of Economics; tam se zabýval průmyslovou politikou. Řádným profesorem se stal v roce 1971, specializoval se na problematiku SME a antitrust. Do vrcholné politiky vstoupil jako ministr průmyslu v Andreottiho vládě roku 1978. Tehdy se angažoval v restrukturalizaci a záchraně velkých průmyslových skupin, které se nacházely v krizi – to bylo také jedním z faktorů jeho pozdějšího angažmá v čele IRI v letech 1982-1989. Za jeho vedení se podařilo IRI stabilizovat, avšak sám Prodi se o této zkušenosti vyjádřil slovy: „IRI: můj Vietnam.“ Prodi sváděl v té době boje s reprezentanty politické scény – někdy vítězné (Prodimu se podařilo prosadit privatizaci např. společnosti Alfasud), jindy ztracené (přípravenou privatizaci Sme zablokovala vláda socialisty Craxiho). Za jeho vlády se podařilo dostat IRI ze ztráty převyšující 3 000 mld. lir do zisku v řádu 1 000 mld. lir. Z IRI se vrátil zpět na akademickou půdu, v roce 1993 byl však premiérem Ciampim povolán zpět do čela IRI, kde působil rok, do nástupu Silvia Berlusconiho k moci. Během tohoto roku ale právě privatizoval Credit a Comit.

V roce 1996 se mu podařilo sjednotit různé politické proudy (spolu s osobnostmi jako Lamberto Dini, Fausto Bertinotti) pod značkou Olivovník, na celé čáře vyhrát volby a stát se premiérem středolevé vlády. V roce 1998 jeho vláda padla, protože ztratila podporu postkomunistické Rifondazione Comunista: pro komunistickou stranu znamenalo vyslovení nedůvěry Prodiho vládě rozštěpení. Prodi ale naopak pokračoval ve své oslnivé kariéře: následující rok se stal předsedou Evropské komise. Berlusconi na jeho adresu tehdy řekl: „Nevěřím, že je schopen řídit Evropskou komisi, ostatně, nevěřil jsem mu nikdy.“ Prodi je možná více oblíben v Evropě než doma v Itálii, protože to byl on, kdo v zájmu dosažení maastrichtských kritérií se svou vládou zavedl tvrdou rozpočtovou disciplínu. Italové tedy Prodiho často vnímají jako „nejpřeceňovanějšího evropského politika, protože to nebyl on, kdo dostal Itálii do eurozóny, ale samotní Italové, kteří si to museli zaplatit.“ (<http://www.la-politica.net/partiti/prodi.htm>). Za Prodiho Komise došlo v roce 2004 k rozšíření EU; její funkční období vypršelo v říjnu 2004.

²¹ IRI musel pochopitelně čelit všem oběma ropným krizím 70. let.

²² Romano Prodi měl sice kontakty s tehdy dominantní politickou stranou - Křesťanskými demokraty (DC), ale ve straně nebyl – to mu později pomohlo, že v souvislosti s diskreditací této strany vyšel s čistým štítem.

Box 2 – Alfa Romeo

V té době, roku 1986, také IRI pod vedením Romana Prodiho vypustil první privatizační signál, a to prodejem Alfy Romeo. Alfa Romeo byla v portfoliu IRI již od jeho vzniku, byl do jisté míry klenot ve vlastnictví IRI – sama značka představovala záruku. Avšak pod vedením IRI a díky měkkému rozpočtovému omezení, které vyplývalo z velkorysé vnitroholdingové úvěrové politiky byl podnik ve velké ztrátě. Na jedno vyrobené auto připadala ztráta ve výši 650 000 lir. Alfu Romeo koupil od IRI největší italský výrobce automobilů, a potažmo největší italský výrobce vůbec, Fiat. To se stalo terčem mnoha kritik – Alfu Romeo získala již tak dost mocná rodina Agnelli (viz níže). Fiat tak obsadil 61 % italského automobilového trhu – to bylo v EHS bezprecedentní, ve všech ostatních státech měla jedna automobilka maximálně poloviční podíl na domácím trhu, než jaký měl Fiat. O značku Alfa Romeo měl též zájem Ford, ale Fiat byl jako italský výrobce preferován napříč politickým spektrem, od křesťanských demokratů až po komunisty. Pro mnohé italské politiky byla představa vstupu zahraničního kapitálu do jakéhokoliv italského klíčového podniku nemožná. Fiat měl zaplatit 1700 mld lir, z toho 550 umořením dluhů a po 200 mld každý rok v letech 1993-1997. Této výhodné ceny se podařilo Prodimu dosáhnout právě díky zájmu společnosti Ford, jinak by si Fiat byl jistý tím, že dostane automobilku Alfa Romeo za jakoukoli cenu, kterou si určí sám.

Jistý zlom nastal v roce 1983, ve kterém se IRI začal zbavovat některých podniků. V březnu téhož roku byl ustanoven *Comitato per le dismissioni*, který měl za úkol hodnotit podniky v držení IRI a uskutečňovat programy, které by vedly k opuštění nestrategických odvětví. V letech 1983-1985 se tak došlo mj. k odprodeji některých bank, z nichž zmiňme *Banca Centro Sud*, *Banca di Messina*, *Banca Generale del Credito*, v roce 1986 pak přibyla např. *Banca di Santo Spirito*.

Celkem opustil IRI v období od roku 1983 do 1. pololetí 1992 podniky v celkové hodnotě 6 722 mld lir (v hodnotě z roku 1992). Tyto prodeje byly motivovány jednak snahou soustředit se na odvětví pro IRI strategická, jednak příjmy z těchto prodejů, které by holdingu umožnily zakrýt stále se zvětšující trhliny ve vlastní finanční struktuře. IRI také začal být více aktivní na burze. V roce 1988 se Comit, Credit a Banca di Roma (všechny tři v portfoliu IRI) zbavily svých podílů v Mediobance – šlo dohromady o 29,6 %.

Jako jediné systematické řešení dluhu IRI se jevil prodej vlastních aktiv, který se v aktuální finanční situaci zdál být neodkladným. Prodejem nejobtívnějších aktiv se mohly získat prostředky na sanaci a ozdravení aktiv nejobtívnějších, tak aby se i ony staly vhodné pro privatizaci. Banky v portfoliu IRI byly právě tím nejlepším kandidátem na okamžitou privatizaci s vysokou návratností. Prostředky získané takovou privatizací se poté mohly použít na snížení dluhu IRI, zejména v sektorech zatížených chronickou krizí, jako třeba hutnictví.

3.2 Vnější důvody privatizace

3.2.1 Mezinárodní souvislosti

Globalizace přinesla větší konkurenci na mezinárodních finančních trzích a jejich větší podíl na financování jednotlivých průmyslových projektů. V době globalizace navíc mezinárodní finanční trhy penalizují podniky pod státní kontrolou vyššími úrokovými mírami.

Vznik jednotného evropského trhu měl trojí cíl: 1) svobodu pohybu zboží, služeb osob a kapitálu; 2) konkurenční disciplínu; 3) konkurenci; omezení státní pomoci podnikům (Guerrieri, 2004). První a třetí cíl omezovaly aktivitu státu na trzích, druhý cíl limitoval samotné podniky. Svobodný pohyb zboží je možný jenom za předpokladu konkurenční disciplíny konkurenci, a ta je zase možná jen za předpokladu nezasahování státu do podnikové sféry. Čtvrtá svoboda pohybu se pak stala úhelným kamenem pro vznik Jednotného vnitřního trhu.

Tyto principy byly ve vznikající Evropské unii uplatněny zejména na základě zkušeností USA a Velké Británie spolu s Commonwealthem a jejich prosazování pomohla rostoucí role Evropské komise, která nehájila úzké národní zájmy, ale ekonomický prospěch celé oblasti západní Evropy. Spolu s liberalizací a s omezením možností státu zasahovat do ekonomiky tak přestalo být z hlediska optimální alokace zdrojů státní vlastnictví podniků – i zde tedy můžeme hledat jeden z důvodů privatizace. Státní vlastnictví ve většině sektorů se stalo anachronismem, velmi drahým, který pouze posiloval moc státu, nikoli však národní ekonomiky samé.

V rámci EMU (*Economic and Monetary Union*) mají domácnosti volnou ruku při pořizování státních dluhopisů, tzn. že si pořizují dluhopisy toho státu EU, který má nejlepší poměr úroku a rizika. Menší poptávka po titulech méně rozvinutých států je nutí zvyšovat úrokové míry a tedy se zdražují zápůjční fondy pro obchod a průmysl a působí inflační tlaky. Tak dochází ke sblížení úrokových měr jednotlivých států – ty musí přizpůsobovat svou hospodářskou politiku tak, aby byly konkurenceschopné na mezinárodních trzích zápůjčních fondů. (Guerrieri, 2004)

Pro Itálii to konkrétně znamenalo přeorganizovat cestou privatizace státní účasti v podnicích tak, aby se podniky staly efektivnějšími a měly přístup i na zahraniční finanční trhy. Od 50. let byla sice Itálie otevřená zahraničnímu zboží, byla však uzavřená zahraničnímu kapitálu, což mělo negativní dopad na investice v podnicích, které dosáhly jen na domácí zápůjční fondy.

3.2.2 Itálie a plnění maastrichtských kritérií

Itálie v jistých ohledech velmi zaostávala za svými partnery z Evropského společenství. Například antitrustový zákon začal platit poměrně krátce před podpisem Maastrichtské smlouvy - roku 1990.²³ Co se týče samotných kritérií, vyplývajících z Maastrichtské smlouvy pro vstup do EMU, můžeme stručně konstatovat, že Itálie nespĺňovala na začátku 90. let ani jedno: inflace byla v roce 1992 5,4 %, poměr státního dluhu k HDP přes 120 %, dlouhodobé úrokové míry dosahovaly výše 12,3 %, a Itálie navíc vypadla z ERM (*European Rate Mechanism*).

Restriktivní monetární politiku měla podle Maastrichtské smlouvy doprovodit i restriktivní politika fiskální, a k tomu také měly výhledově dopomoci rozsáhlé privatizace. Státní podniky totiž průběžně odčerpávaly velkou část veřejných prostředků, aniž by do systému přinášely odpovídající protihodnotu. Tento trend se v 80. letech stupňoval.²⁴ V krizovém roce 1992 činil veřejný italský dluh 1 634 000 mld lir, což představovalo 108,8 % HDP.

Evropská komise jevila zájem nejen o ozdravení státních financí jako takových, ale též o restrukturalizaci státních podniků, jakým byl právě IRI. Dluh IRI rostl také díky nepříznivému vývoji na mezinárodních úvěrových trzích. Na zhoršení klimatu mělo dopad i vládní rozhodnutí zrušit EFIM,²⁵ a to bez předběžných konzultací s věřiteli. Druhým faktorem nejistoty byla **otázka, jestli stát jako jediný akcionář bude konečným garantem dluhů IRI.**²⁶

IRI (s půl milionem zaměstnanců spolu s ENI největší zaměstnavatel v ekonomice) tak byl vystaven jistému riziku krachu. Kromě zmíněných faktorů stále IRI hrozil downgrading (schopnosti splácet úvěry). Vnitřní zadluženost (k vlastním finančním ústavům) dosahovala 26 000 mld lir a celé skupiny ve výši 72 000 mld lir (IRI, 2001:102). Tou dobou měl IRI celkovou ztrátu ve výši 16 500 tis. mld lir (De Nardis, 2000:90). Společnost IRI čelila krizi sérií krátkodobých operací tzv. mimořádného financování (*finanza straordinaria*), s očekáváním výsledků Privatizačního programu, jak ho předloží vláda.

Smlouva, kterou v této složité situaci uzavřela italská vláda s Evropskou komisí v létě 1993 přikázala IRI radikálně a v historicky krátkém čase snížit vlastní dluh. Ministr zahraničí

²³ Zatímco v SRN již v roce 1957 (ordoliberalní hospodářská politika) a ve Velké Británii v roce 1974.

²⁴ Poprvé se v Itálii stabilizoval poměr dluh/HDP však až v roce 1995.

²⁵ *Ente partecipazione e finanziamento industria manifatturiera*. Vládní agentura pro účasti a financování průmyslu.

Beniamino Andreatta podepsal protokol s komisařem pro hospodářskou soutěž (DG Competition), Belgičanem Karlem Van Miert, který stanovil, že Itálie musí do 31.12.1993 kvantifikovat dluh podniků transformovaných ze státních podniků na akciové společnosti.²⁷ Toto číslo pak mělo představovat **strop záruky Itálie za transformované společnosti** podle zákona 2362.²⁸ Podle této smlouvy se italský stát zavazoval snížit zadlužení zmíněných podniků na „fyziologickou úroveň“²⁹ do roku 1996 a omezit pod 100 % vlastní participaci, s cílem vyloučit na konci neomezenou státní záruku „pro každý nový dluh“.

Ač dokument nebyl zcela konkrétní, přesto bylo zřejmé, že tak či onak zavazuje IRI k rozsáhlému privatizačnímu programu. Privatizace byla jediným řešením, jak dostat závazku, který na sebe vzala zmíněnou smlouvou italská vláda.

3.2.3 Měnová krize roku 1992 jako trigger privatizace

Výkon italské ekonomiky z kraje 90. let nebyl příliš uspokojivý: snížení růstu, snížení produktivity, dokonce stagnace životní úrovně obyvatelstva v porovnání s ostatními zeměmi ES. (De Nardis, 2000:27) Přetrvávaly nadále strukturální problémy na straně nabídky – tradiční rigidita, velká role státu v ekonomice a různá jiná dědictví minulosti, podlamovala pro Itálii možnosti zapojit se do dynamických globálních trhů.

Měnovou krizi prostoru EMS (*European Monetary System*) odstartovalo sjednocení Německa a související reálný šok (vyplýval z obrovské expanze fiskální politiky). V letech 1990-1993 byly v Německu obrovské rozpočtové schodky, které však nedoprovázelo ani zhodnocení marky, ani cenové přizpůsobení (*Bundesbank* měla z ústavy daný hlavní cíl potlačovat inflaci). Vzhledem k významnému postavení Německa v evropské ekonomice vznikly tlaky na směnné kursy. Dalším faktorem nestability EMS se stala nejistota ohledně budoucnosti Maastrichtské smlouvy: Dánské referendum, které Maastrichtu řeklo NE a očekávaný negativní výsledek ve Francii (spolu s dalšími problémy, které vyplývaly z maastrichtské smlouvy) se stalo jedním z motivů **útoků spekulantů na britskou libru a italskou liru v září 1992.**

Cílem spekulantů bylo donutit výprodejem liry Itálii k devalvaci nebo k opuštění ERM (*European Rate Mechanism*). Tomuto útoku předcházely také negativní jevy přímo v italské

²⁶ ve smyslu článku 2362 italského občanského práva. Předtím, když byl IRI státním podnikem, byla tato skutečnost zřejmá, po transformaci na akciovou společnost nikoli.

²⁷ další podobná smlouva Savona -Van Miert naopak stanovila přísný model restrukturalizace italského hutnictví.

²⁸ Zákon č. 2362 definuje, že jediný akcionář je zcela zodpovědný za dluhy kontrované společnosti (IRI, 2001:103).

²⁹ Fyziologická úroveň zadlužení chápána jako úroveň přijatelná pro soukromého investora, podnikajícího v podmínkách tržního hospodářství. (IRI, 2001:103).

ekonomice: silný odliv kapitálu v období únor – duben 1992 a politická krize mezi ně rozhodně patřily. Útok byl proveden v takovém objemu, že nebylo v silách Italské banky se účinně bránit. Musela proto devalvovat měnu.³⁰ Na to následovalo **snížení ratingu pro Itálii**, z toho vyplývající **zvýšení úroků u vládních dluhopisů**, které tak měly pohltit prostředky, které vláda pracně šetřila, aby se dostala do maastrichtských kritérií o výši schodku veřejných rozpočtů. Bylo nutné zmenšit zátěž, kterou představovala výše veřejného dluhu a jeho obsluha, dalšími způsoby. V této neblahé situaci se vládě podařilo zareagovat prosazením několika významných opatření:

- První smlouva o ceně práce: sociální pakt vláda-zaměstnavatelé-odborníky
- Snížení schodku státního rozpočtu o 90 000 mld lir.
- **Nastartování privatizace.**

Vláda oprávněně viděla výchozí podmínky a makroekonomické okolnosti privatizace jako velmi nešťastné: Trh kapitálu, co se týče velikosti, likvidnosti a síly hluboko pod evropským průměrem, finanční plánování ještě založeno na zákonech z doby, kdy státní kontrola kapitálových toků byla významným nástrojem hospodářské politiky, politická krize a další faktory atraktivitu státních podniků v očích případných zájemců rozhodně nezvyšovaly.

V té době se ukazovalo jako nutné vytvořit takový finanční systém, který by byl schopen nasměrovat relativně vysoké úspory obyvatelstva od nepříliš produktivních státních dluhopisů (které měly naopak ještě negativní dopad ve stále se zvyšujícím zadlužování vlády) na produktivní investice a technologické inovace. To by v důsledku podpořilo konkurenceschopnost velkých podniků na evropských a světových trzích. Znamenalo to upřít **pozornost na rozvoj Burzy**.

Pro přechod na jiný model rozvoje, než jaký dosud praktikovala italská hospodářská politika, byla tedy nutná jistá revoluce finančního sektoru. To bylo předpokladem pro **přechod z relativně uzavřené a smíšené italské ekonomiky na ekonomiku otevřenou a konkurenceschopnou**. Bylo nasnadě, že nastala doba, kdy se vláda má stát toliko regulátorem, zodpovědným za stanovení pravidel hry a vynucování jejich dodržování (IRI, 2001:27).

Zatímco domácí situace si privatizaci vyžadovala, ale výhodné podmínky pro ni nenabízela, mezinárodní kapitálové trhy naopak slibovaly mnohé: v té době byly nakloněny investovat do akcií, což vytvářelo mezinárodně příznivé klima pro privatizaci. Podle maastrichtských kritérií totiž členské státy musely snižovat úrokové míry, což bylo dalším

³⁰ Vstřícný krok v této složité situaci učinila i *Bundesbank*, která snížila úrokové sazby.

faktorem odklonu investorů (ať už individuálních střadatelů či institucionálních finančních hráčů) od pohodlného a jistého (avšak méně výnosného) státního dluhopisu k nejisté akci. Vzestup významu akcionářských trhů tak zároveň znamenal přesun úspor obyvatelstva od veřejných titulů směrem k privátním (IRI, 2001:28).

Finanční zdroje, pocházející z úspor italských domácností, které by se uvolnily od státních titulů, se měly připojit do fondů, k bankám. Fondy pak měly investovat získané prostředky do privatizovaných společností. Tím pádem by tak vzniklo **funkční spojení mezi úsporami obyvatelstva a investicemi přes moderní kapitálový trh**. K tomu bylo ovšem potřeba nového zákona nejen o finančních trzích, ale též o corporate governance. Tak zněly související úkoly pro hospodářskou politiku následujících let. Privatizace nebyla tedy samostatným jevem, ale její potřeba vyplývala z celé řady různorodých faktorů a zároveň si vyžadovala celou řadu dalších institucionálních změn.

4 Privatizační legislativa

Tzv. **italská třetí cesta privatizace** (De Nardis, 2000:112) se tak nazývala proto, že oscilovala mezi dvěma pojetími: francouzským a britským. Francouzská privatizace měla za cíl vytvoření tvrdého jádra akcionářů (*noyveau dur*), zatímco britská generovala rozptýlenou akcionářskou strukturu (*public company*). Podle první logiky se měla efektivita podniku zvýšit kontrolou, jejíž mantinely byly předem nastavené. Podle druhé logiky měl být jedinou kontrolou nad podnikem finanční trh.

Debata o tom, jaký model použít pro specifickou situaci Itálie, neměla ideologický podtext, jak zpětně ukazují někteří autoři (Inzerillo, Messori, 2000:145). Na jednu stranu byla snaha o co největší počet akcionářů, na druhou stranu bylo třeba předcházet obecnému riziku nepřátelského převzetí stanovením takových pravidel pro držbu akcií, která by nepřátelské převzetí zcela vylučovala nebo alespoň prodražovala. V době privatizace postrádala Itálie rozvinutý trh s vlastnickými a kontrolními právy, respektive silné institucionální investory na takovém trhu – proto se nemohla vydat britskou cestou; zároveň však, v prostředí oligarchické italské ekonomiky bylo rizikové přijmout bez dalšího francouzský model. Také situace na kapitálovém trhu byla zcela odlišná od jinak podobných zemí: ještě v roce 1991 byl počet společností kotovaných na milánské burze třetinový v porovnání s burzou pařížskou a poměr kapitalizace k HDP byl jeden z nejnižších ze zemí OECD. Ve Francii držely domácnosti akcie ve výši 70 % HDP, ve Velké Británii 40 %, v Itálii byl tento ukazatel jen 15 %. Panovala tedy i jistá obava, že o akcie nabízené v privatizaci nebude u domácností zájem.

4.1 Zahraniční privatizační modely

4.1.1 Inspirace britskou privatizací

Největším rozdílem mezi italskou a britskou, respektive francouzskou (viz níže) privatizací byl vůbec způsob prodeje státních účastí. Na druhém místě to pak bylo různé pojetí institutu *zlaté akcie* (zachování minoritní účasti státu v privatizovaném podniku s právem veta při důležitých rozhodnutích) a pravidla privatizace veřejných služeb. Zatímco ve Velké Británii byla explicitně preferovaná veřejná nabídka, ve Francii to byl přímý prodej určitého balíku akcií předem vybranému zájemci. V Itálii se naopak rozhodovalo případ od případu, vždy ale zejména s cílem zvýšit konkurenceschopnost na trhu. Tento cíl nebyl tak určující pro Francii a Velkou Británii. Ve Velké Británii, na rozdíl od Francie, se neustanovovalo předem žádné tvrdé jádro, akcionářská struktura měla být rozptýlená, privatizace tedy měla vést ke vzniku čisté formy veřejných společností – *public companies*, které už potom kontroluje jen fungující burza. Podobně jako v Itálii, i ve Velké Británii zákon předpokládal institut Zlaté akcie (De Nardis, 2000:95).

Jaký je charakter *PUBLIC COMPANYY*? Jde o společnost s rozptýlenou akcionářskou strukturou, velkým počtem drobných akcionářů, kdy žádný z nich nekontroluje významný podíl kapitálu. V takových společnostech de facto vládne management. Akcionáři mají jen malý vliv na strategická rozhodnutí. Drobní akcionáři nemají bezprostřední možnost plnit vlastní kontrolní funkci a řízení a více se soustředí na finanční aspekt své investice – nechávají managementu volnou ruku, nejvíce ze všech modelů vlastnictví. I v modelu *public company* ale existují mechanismy, jak znemožnit naprostý rozchod zájmů akcionářů a managementu. Tím hlavním je v tomto ohledu samozřejmě vývoj ceny akcií.

4.1.2 Inspirace francouzskou privatizací

Ve Francii vznikla nejprve Komise pro privatizace, která měla za úkol vybrat podniky k privatizaci, zafixovat prodejní cenu a vybrat kupujícího. (V Itálii mělo tuto oblast na starosti *ministero di tesoro* - dále ministerstvo pokladu.) Ve Francii byla klíčovou cestou k privatizaci vytváření stabilních jader (*noyau dur*), které definoval stát.

Jak vypadá model tvrdého jádra? Definuje se množina akcionářů, kteří mezi sebou uzavřou explicitní nebo implicitní smlouvu (*acting in concert*). Akcionáři soustředění do tvrdého jádra tak mají větší vliv na strategická rozhodnutí managementu a jeho nasměrování. Tvrdé jádro se může zformovat buď ve fázi upisování akcií, tak, že část akcií je rezervována pro vybrané investory, kteří ovšem za tento typ akcií zaplatí mnohem více peněz, než je cena akcie při veřejné nabídce. Druhá možnost je, že se utvoří tvrdé jádro až po upsání akcií.

V modelu tvrdého jádra je vlastnická struktura stabilnější a management je méně nezávislý. Samotné řízení podniku je podmíněno bezprostředním zájmem akcionářů, kteří jsou členy tvrdého jádra.

4.2 Formální privatizace jako předpoklad privatizace vlastní

Podívejme se nyní na vývoj související legislativy. Jako východisko vezměme rok 1990, kdy sice ještě italská vláda nebyla ekonomicky tlačena k reálné privatizaci (viz výše), už ale proběhly v tomto smyslu první formální kroky. Vývoj legislativy zde bude sledován na pozadí vývoje politické situace.

První legislativní normou na poli privatizace bank se stal zákon **218/1990** (tzv. *Legge Amato*) o transformaci státních bank do akciových společností.³¹ Šlo o první zákon, kterým Itálie začala opouštět dlouhodobý koncept „*stato produttore*“ – *stát podnikatel*. Tento zákon je významný zejména proto, že umožnil vznik nadací, které se staly akcionáři bank (o jejich dalším vlivu na bankovní sektor viz níže). Nešlo tedy přímo o privatizaci, akcie transformovaných společností měly zůstat ve veřejném vlastnictví a každá další vlastnická změna, byť minoritní, měla být schválena příslušnou státní autoritou. Tuto etapu opouštění státního vlastnictví (kdy stát různými kroky deklaruje připravenost vzdát se podílů v podnicích, ale stále drží rozhodující vliv) budeme chápat jako formální privatizaci.

29. ledna 1992 ještě stačila vláda dlouholetého křesťanskodemokratického premiéra Giuliana Andreottiho schválit zákon **35/1992** o způsobu přechodu podniků ve veřejném vlastnictví na formu akciové společnosti. Pak se ale celý politický systém dostal do krize, způsobené akcí *MANI PULITI – ČISTÉ RUCE*. Více než třetina poslanců byla obviněna z korupce či ze spolupráce s mafií. Politický systém, kterému po dobu celé poválečné historie dominovala Křesťanskodemokratická strana, se rozpadl.

Do této situace přišla na jaře 1992 vláda premiéra Giuliana Amata. Amato byl sice levicový politik, dosazený na premiérský post předsedou PSI (*Partito socialista italiana*) jejím předsedou Craxim, ale byl to především pragmatik, kterému bylo jasné, že s privatizacemi nelze dále otálet. V červenci byl dokončen zákon **333/1992**, který měl překonat zmíněný Andreottiho zákon. Zákonem 333 se měly transformovat IRI, ENI a INA do akciových společností – tento zákon prosazoval zejména ministr průmyslu Giuseppe Guarino. Všimněme si, že kontinuální legislativní práce pokračovala i v době politické krize a nadále probíhala standardní věcná debata o podobě privatizace, bez ohledu na to, že se formovaly základy tzv. II. Republiky

³¹ Zákon připravil Guido Carli, ministr pokladu i v Andreottiho vládě.

Pro udržení nastoleného privatizačního kursu byl zákon, připravený Guarinim, vylepšen ze strany ministerstva pokladu a Italskou bankou, a byl nakonec schválen jako zákon **359/1992**. Ministerstvo pokladu dostalo úkol předem stanovit tzv. Program reorganizace veřejných účastí. Rozhodlo se také, že bude oslovena Mediobanca a **IMI**³² (*Istituto mobiliare italiano*) na zpracování dat a nezbytných analýz, aby celá operace mohla vůbec proběhnout. Tento úkol dostaly zmíněné instituce již v srpnu 1992: IMI dostalo na starost analyzovat situaci **INA** (*Istituto nazionale di assicurazioni*) a **BNL** (*Banco nazionale del lavoro*), Mediobanca měla analyzovat IRI, Enel a Eni. „*Odvedly dobrou práci (Mediobanca a IMI, pozn. aut.), podle jejich tradice, za velmi krátkou dobu jednoho měsíce, což se tehdy zdálo skoro neuvěřitelné. Za tuto práci si účtovaly pouze jednu symbolickou liru*“ (Barucci, 1999:216-217). Vzhledem k tomu, že obě instituce, pověřené analýzou byly samy významnými hráči na italském finančním trhu, bylo pro ně zpracování takového materiálu nepochybně výhodné, minimálně z hlediska přístupu k informacím.

Po transformaci do akciových společností, tzv. *corporatization*, musela následovat definice nových statutů a jejich schválení. Tento zásah do samých kořenů společností se státní účastí se setkal s tuhým odporem stranických sekretariátů, které měly tradičně v Itálii velkou moc. Pro zažehnutí hrozby demise vlády bylo třeba intervence prezidenta republiky Oscara Luigi Scalfara.

V rámci formální privatizace se rozhodlo též o přesunu některých rozhodovacích kompetencí na podnikové orgány, nevyjímaje z toho možnost nákupu a prodeje významných účastí. O produkčních faktorech, cenách a množství produktu, akvizicích, likvidaci, fúzi či transformaci společnosti měly též rozhodovat vlastní statutární orgány. Kontrola zisku ale zůstávala dále v kompetenci státu.

4.3 Barucciho plán

V prosinci roku 1992 byl schválen restrukturalizační plán pro státní holdingy transformované na akciové společnosti, včetně strategických cílů a technik prodeje, které by k těmto cílům vedly.³³ Plán (též *Barucciho plán*, podle svého tvůrce, ministra pokladu) definoval strategické cíle privatizace následovně:

- růst konkurenceschopnosti italské ekonomiky,
- posílení finančních trhů,

³² IMI byla též státní banka, o její privatizaci viz níže

³³ Z roku 1991 ještě zmiňme zákon 386, jenž umožnil privatizaci všech státních podniků, u kterých bylo možno zavést standardní ekonomické řízení. Dalšími souvisejícími zákonnými úpravami byl v roce 1992 zákon č. 333 a norma č. 486 o urychlení privatizace podílů v majetku ministerstva pokladu.

- pevnější mezinárodní ukotvení italských podniků v době rostoucí globalizace a evropské integrace,
- zlepšení efektivity řízení v podnicích,
- rozšíření akciového trhu.

Cílem důležitým, avšak méně zmiňovaným, bylo zvýšení příjmů do státní pokladny.

Kromě zmíněných holdingů zahrnoval *Barucciho plán* ještě dvě banky: IMI a BNL. *Barucciho plán* vytyčil za cíl vytvoření 10 až 12 průmyslových skupin se zcela odděleným vlastnictvím (tehdy bylo v Itálii 6 velkých finančních center se vzájemnými vazbami).³⁴ Plán též vyjadřoval potřebu zachování kontroly státu tam, kde to bude nutné, způsob výkonu takové kontroly však přesně určen nebyl. (Preda, Giorgino, 1995:93) Plán dále mj. stanovil, že investiční plány IRI měly být v příštích letech financovány výhradně z vlastních zdrojů, tzn. odděleně od státního rozpočtu. *Barucciho plán* obsahoval též některé starší myšlenky ministra Guarina, jako např. nutnost připravit velké skupiny na globální konkurenci či již zmíněnou potřebu existence více vlastnických center. Byly určeny následující možné způsoby privatizace:

- **Veřejná nabídka** (*offerta pubblica*) – Touto metodou se mělo dosáhnout zejména co největšího rozptýlení akcionářské struktury.
- **Veřejná dražba** (*asta pubblica*) - s možným předvýběrem kandidátů, završená zformováním pevného akcionářského jádra – *nucleo stabile* – složeného z renomovaných akcionářů. Druhým možným výsledkem takové dražby byl výběr jediného kupujícího.
- **Soukromé řízení** (*trattativa privata – private agreement*) – předběžné určení kupujících s ohledem na specifičnost prodáváného podniku. Ta se podle Barucciho plánu měla použít jen v případě zvýšeného veřejného zájmu.³⁵

Způsob privatizace a její načasování mělo odrážet konkrétní situaci podniku (vlastní jmění, potřebu intervence, potřebu restrukturalizace). Záleželo též na situaci v odvětví, na souvislost s evropskými pravidly, atd. Vidíme tedy, že neexistoval jediný univerzální model, nýbrž záměrem bylo naopak přistupovat k privatizaci každého podniku individuálně. Viděno z perspektivy české privatizace, která se zpětně jeví jako paušální (kupónová privatizace), se jedná o nepochybně důležitý moment. Lze namítnout, že srovnání kulhá, protože při české privatizaci byly některé způsoby prodeje státních účastí předem vyloučeny, např. neexistovala burza. Avšak ani v Itálii nebyl kapitálový trh na privatizaci zralý. Zejména ty privatizace,

³⁴ ENI, IRI, IFI-Fiat, Ferfin-Montedison, CIR-Olivetti, Fininvest.

jejichž výsledkem měly být *public companies*, byly jen obtížně realizovatelné. (Fulghieri, Zingales, 1994) Na italském trhu chyběli institucionální investoři jako například penzijní fondy, statuty podniků (na začátku procesu) nezaručovaly ochranu drobného akcionáře ani transparentnost fungování podniku.³⁵ V této situaci měl tedy stát na výběr skutečně jen ze dvou alternativ: arbitrárně vybrat jednoho nebo dva akcionáře s referencemi, a podmínit tak budoucí vlastnickou strukturu privatizované společnosti, nebo nechat fungovat trh, který ale byl slabý a náchylný k selhání (Fulghieri, Zingales, 1994). To byl další z důvodů, proč byl zvolen kompromis mezi anglosaským a francouzským modelem privatizace.

Spolu s praxí v ostatních zemích, kde probíhala privatizace, byl Barucciho plánem přijat princip *underpricingu*, tzn. pevné stanovení cen privatizovaných akcií na nižší úrovni než byly ceny na burze (v případě, že šlo o společnost na burze kotovanou), s cílem oslovit nabídkou i drobné střadatele.

Bylo též stanoveno, že pokud do dvou let od privatizace cestou veřejné nabídky vznikne pakt, jenž by reprezentoval většinu, nebo by měl alespoň dominantní vliv, musí dotčený akcionář nabídnout k veřejnému odkupu ty akcie, jejichž nabytím přesáhl daný limit. Když stát ztratí kontrolu v určených společnostech, bude ministerstvu pokladu zaručena možnost jmenovat nejméně jednoho člena a nejvíce jednu čtvrtinu členů správní rady podniku.

4.4 Privatizační legislativa vyplývající z Barucciho plánu

Dále zmiňme **Nařízení předsedy Rady ministrů z 30. 6. 1993**, ve kterém bylo opět vyjádřeno rozhodnutí jít třetí cestou privatizace: v článku 2. nařízení bylo řečeno, „že ve všech případech, kdy to bude možné, se má postupovat veřejnou nabídkou, která umožní široké rozprostření akcií mezi střadatele a zamezí nežádoucím koncentracím majetkových balíků u jednotlivých akcionářů; zároveň je však třeba brát na zřetel možnost vytvoření akcionářského jádra, které zaručí stabilitu akciové společnosti.“

V žádné ze zmíněných legislativních norem ale nebyla definována pravidla pro stanovení ceny privatizovaného podniku. Ohledně ceny podniků existovaly pochopitelně různorodé tlaky ze strany potenciálních kupujících, managementu prodáváných podniků či zodpovědných státních orgánů.

³⁵ Způsoby privatizace jsou podrobně popsány níže.

³⁶ Reforma postavení drobného akcionáře přišla záhy (viz níže), konečná reforma pravidel finančního řízení podniku až zákonem 58/1998 o finančním zprostředkování (*Testo unico in materia di intermediazione finanziaria*).

Zákon 474/1994 zakotvil další pravidla pro ústup státu z majetkových účastí v podnicích. Zavedl zejména institut *zlaté akcie* (obdoba britské *golden share*, francouzské *action spécifique*). Zlatou akcií se mělo eliminovat riziko, že privatizovaný majetek bude užít v rozporu se státním zájmem, zajištěným právem veta ve významných situacích, jako je ukončení činnosti, rozdělení společnosti, přesun činnosti do zahraničí, jmenování statutárních orgánů, noví relevantní akcionáři atd. Tedy právo veta bylo v Itálii velmi silné; vyslovila se proti němu rovněž Evropská komise.

Zákon 474 též podpořil princip rozptýlené akcionářské struktury. Minoritním akcionářům měl být zaručen hlas v kontrolních a řídicích orgánech společnosti a také možnost hlasovat korespondenčně. Výsledkem je jeden z nejvyšších stupňů ochrany minoritního akcionáře v evropském kontextu.

Box 3 - Consob

Commissione nazionale per le società e la Borsa (Národní komise pro podniky a Burzu) byla ustanovena roku 1974 jakožto státní orgán bez právní subjektivity, s limitovanými pravomocemi. Pro jakékoliv regulační pokyny ze strany Consob bylo ještě třeba prováděcí nařízení ministerstva pokladu. V letech 1983 a 1985 byly pravomoci komise postupně posilovány – v roce 1985 získala právní subjektivitu a organizační autonomii, která byla dále postupně posilována. Consob plní roli garanta kapitálového trhu, sleduje konkurenční prostředí a transparentnost a v této souvislosti vydává podzákoné normy. Aktivita Consob se zaměřuje na informovanost o obchodních společnostech, na ověřování výročních zpráv, transparentnost majetkové struktury společností, sledování titulů na burze a rozpoznání případných manipulací. (www.Consob.it, Palmieri, 2000). Podle slov ředitele Consob Luigi Spaventy ze slyšení před Senátem italské republiky z dubna 1999 sleduje Consob dva hlavní dlouhodobé cíle: prosazování svobody podnikání a ochranu vlastnických práv. V tomto smyslu se soustřeďuje zejména na menšinové akcionáře a na dohled nad případnými nestandardními dohodami akcionářů s větším podílem. Svůj cíl – zvyšovat informovanost – naplňuje publikací ročenek o italském kapitálovém trhu a vlastního Newsletteru s týdenní periodou. Consob též sleduje veřejné nabídky. Kritici Consobu upozorňují na fakt, že má jen omezené pravomoci. Důvěryhodnost instituce také utrpěla v souvislosti s kauzou PARMALAT. (Viz Příloha 5)

4.5 Procedura privatizace

4.5.1 Veřejná nabídka

Tento způsob privatizace bude popsán podrobněji, protože byl použit pro Credit a Comit, referenční banky předkládaného textu. Z tohoto způsobu prodeje mohla též vzniknout stabilní skupina akcionářů (*azionariato stabile*), která se od tvrdého jádra lišila tím, že pevně nestanovovala vztahy mezi akcionáři navzájem, ale jen mezi jednotlivými akcionáři a akciovou společností. Akcie byly nabídnuty buď přímo veřejnosti nebo institucionálním

(domácím a zahraničním) investorům.³⁷ Nad celým procesem měla dohlížet státní autorita – Consob.

Důležitá role připadla konzultantům, kteří měli podporovat prodej akcií. Role *Global coordinators* se ujaly obchodní banky, které měly připravit akcie k prodeji, koordinovat přípravu informačních materiálů atd.³⁸ Zajímavé je, že některé banky byly tímto koordinátorem při vlastní privatizaci (viz níže).

Příslušná legislativa (*normativa di riferimento*) stanovila, že určení ceny privatizovaného podniku musí probíhat za účasti jednoho nebo více specializovaných valuátorů, ať už italských nebo zahraničních. Cena měla být stanovena na základě všeobecně uznávaných kritérií, jako např. kapitálová přiměřenost či schopnost splácet dluhy.

Konzultanti privatizace museli sdělit,

- zkušenost s podobnými operacemi (jejich počet a hodnotu)
- zda byli aktivní v oblasti výzkumu a nakolik znají privatizovanou společnost a celý sektor
- **zda neexistuje případný kontakt mezi nimi a privatizovanou společností nebo její skupinou**
- jaké je složení pracovního týmu
- jaký je rozpočet projektu
- **zda existují další možné konflikty zájmů.**

Je tedy patrné, že zákonodárce se snažil určit pravidla privatizace tak, aby byl prodej co nejvíce objektivní a za skutečnou cenu. Konzultantů figurovalo při privatizaci více:

Finanční poradce (*Consulente globale - Advisor finanziario*) měl za úkol:

- navrhnout prodávajícímu ideální variantu prodeje
- určit eventuální operace s kapitálem privatizované společnosti

Ve fázi realizace pak finanční poradce asistoval při výběru dalších poradců, u *fair opinion*, u rozhodnutí při prodeji titulů institucionálním investorům.

Právní poradce:

- připravoval informační dokumenty spolu s *global coordinators* a jejich aktualizace
- zajišťoval schvalovací řízení u regulátora (Consob)
- sestavoval smlouvy (*underwriting agreement*)

³⁷ *Offerta retail pan-europa* se jmenovala speciální nabídka občanům EU.

³⁸ Koordinace právní a finanční due diligence a příprava právní dokumentace, organizace marketingu, asistence prodávajícímu při stanovení konečné ceny a při umístění titulů na trh, stabilizace ceny titulu po jeho umístění na trh a sledování příslušné legislativy.

- dohlížel na splnění všech úkolů vyžadovaných státními autoritami

Poradce pro komunikaci a marketing zajišťoval:

- asistenci při výběru reklamní agentury a přizpůsobení reklamní kampaně charakteru podniku
- vnitřní komunikaci (co je třeba o privatizaci říkat zaměstnancům podniku, aby byli loajální a k privatizaci vstřícní)
- vztahy s médii

Konzultant prezentací (roadshow):

- organizace prezentací manažerů společností investorům.

Tato tzv. roadshow se stala důležitým instrumentem pro propagaci italských podniků v zahraničí.

Jaké byly jednotlivé fáze celého privatizačního procesu při použití metody celkové nabídky? Před privatizací měla především proběhnout právní a finanční due dilligence.

Během doby, kterou Consob potřeboval na autorizaci privatizační vyhlídky/informačního letáku (viz výše), měl management představit podnik a jeho perspektivy analytikům bank z institucionálního konsorcia, sestaveného pro účely privatizace.³⁹ Na základě získaných informací si banky dělaly vlastní analýzy, které pak byly v rámci konsorcia porovnávány a sjednocovány. Analýzy se potom měly distribuovat institucionálním investorům, klientům stejných bank. Poté následovala tzv. *doba nevědomosti (black-out period)*, kdy bankám z konsorcia není dovoleno, až do termínu zveřejnění nabídky, informovat o nových poznatcích o společnosti.

Po autorizaci privatizační vyhlídky Consobem začne reklamní kampaň; veřejnost se seznamuje s charakteristikou podniku prostřednictvím celostátně distribuovaného tisku. Na konci prvního týdne *roadshow*, tj. v neděli, když je zavřená burza, určí prodávající podle hodnocení stavu podniku poradci maximální cenu veřejné nabídky a vyrozumí veřejnost informativním inzerátem.

Současně s pokračováním *roadshow* se realizuje veřejná nabídka prostřednictvím příjmu objednávek od veřejnosti a zaměstnanců.

Na konci fáze veřejné nabídky prodávající určí cenu pro institucionální investory. Po určení ceny dojde k prodeji titulů institucionálním investorům.

Procedury prodeje přímo v rámci IRI většinou obsahovaly pobídky pro střadatele a zaměstnance. Jednalo se např. o slevu z nabídkové ceny a akcie zdarma (*bonus share*) těm, kteří se zavázali akcie držet po určitou dobu.

³⁹ Tyto banky měly být vybírány na základě své mezinárodní pověsti.

Musíme si položit otázku, zda existoval rozdíl ve způsobu aplikace vybraného privatizačního modelu mezi privatizací řízenou přímo ministerstvem pokladu a privatizací uskutečněnou v rámci skupiny IRI. Nařízení předsedy vlády z června 1993 (*Direttiva del presidente del consiglio dei ministri del 30. 06. 1993*) určilo, že při výběru poradců má být jak IRI tak ministerstvu pokladu nápomocna vládní Stálá komise pro konzultace a garance (*Comitato permanente di consulenza globale e di garanzia*). Tedy i při privatizacích ve vlastní kompetenci respektoval IRI doporučení vládních autorit - **ovšem zejména podle svého vlastního názoru (IRI, 2001:121)**.

Celkově trvala realizace celkové nabídky – *offerty globale* tři až čtyři měsíce.

4.5.2 Veřejná aukce – *Asta pubblica*

Dražba se použila v situaci, kdy cílem státu jako prodávajícího bylo zachování nějakých specifických znaků podniku a jeho udržení v příslušném segmentu trhu. Tato procedura měla v důsledku umožnit růst podniku, který měl využívat součinnosti s budoucí mateřskou, privatizující společností. Kupující zároveň mohl být zavázán dalšími hospodářskopolitickými cíli, např. udržet zaměstnanost, udržet produkční úroveň, nebo měl zakázáno prodat podnik nebo jeho části atd. Dalším cílem tohoto způsobu privatizace byla maximalizace prodejní ceny. Cena rostla pochopitelně v případě, kdy byl prodáván kontrolní balík akcií.

Podobně jako veřejná nabídka (viz předcházející kapitola), byl na začátku veřejné dražby stanoven finanční poradce – hlavní poradce, který asistoval prodejci při všech fázích privatizace a zprostředkoval kontakt s potenciálními kupujícími. Tento poradce měl zároveň ověřit, zda existuje dostatečná pluralita možných kupujících, s ohledem na jejich charakter (finanční nebo průmyslové instituce).

Právní poradce měl při dražbě na starosti asistenci při *due diligence*, přípravu nabídkového dopisu, přípravu textu smlouvy a průběh vyjednávací fáze. Hodnotitel zodpovídal za hodnotící zprávu spolu s popsáním kontextu, ve kterém k ohodnocení podniku došlo (situace na trhu, případné statutární a smluvní závazky, atd.) Samotný privatizační proces začal reklamou v tisku jak domácím, tak zahraničním.

V něm bylo specifikováno:

- podíl na privatizované firmě, určený k prodeji
- požadavky na uchazeče (např. kapitálová společnost, požadavky na základní jmění,

povaha případných konfliktů zájmů

- čas a způsob předání deklarace zájmu o odkup (*manifestazione di interesse*)

Zájemcům bylo poté zasláno informační memorandum spolu s dopisem, kde bylo požádáno o předběžnou nabídku, obsahující nezávazný návrh ceny. V některých případech byl vyžadován též plán rozvoje společnosti, který pak, v případě nákupu, musel nový nabyvatel dodržet. Důležitost takového plánu se ukázala např. při privatizaci *Aeroporti di Roma* (Ammanati, 1995:62-64).

Pro subjekty připuštěné do dalších etap se otevřela možnost řídit další *due diligence*, přitom získaly přístup do podnikové dokumentace (shromážděné v data-room), zároveň se mohly setkávat s managementem, od kterého mohly požadovat další dokumenty, např. o perspektivách podniku.

Následně sestavil prodávající (ministerstvo pokladu, IRI), podporován právním poradcem, první návrh smlouvy, který se měl během *due diligence* poskytnout potenciálním kupujícím.

V procedurách, které IRI realizoval, obsahovaly smluvní texty vždy požadované úkoly, které měl nabyvatel v daném časovém horizontu splnit. Šlo zejména o zákaz prodat po určitou dobu společnost či její část (*lock-up*), udržení úrovně zaměstnanosti a zároveň mezd zaměstnanců, uskutečnění strategických cílů, definovaných v plánu rozvoje. Opět citujeme z IRI (2001:125): vnímáme zjevnou snahu o zachování hospodářskopolitických ohledů ve strategickém rozhodování podniku i po privatizaci. Je zřejmé, že podobné podmínky snižovaly cenu privatizovaného podniku.

Během vlastní *due diligence* připomínkovali potenciální kupující na základě svých poznatků text smlouvy, který tak získával postupně konečnou podobu. Z toho vyplýval i závěr procedury: definitivní text smlouvy o prodeji sestavil prodávající (stát) spolu se svým právním poradcem a dále jednal jen s těmi, kdo na tento text přistoupili, jen o ceně. Ocenit různé podoby smlouvy by bylo prakticky nemožné, proto byl požadován souhlas s jedním textem, aby se nadále mohlo už jednat jen o ceně.

Před prezentací závěrečných nabídek byla státem po vážných zájemcích požadována *garance neodvolatelnosti*, trvající šedesát až devadesát dní, ve výši 10-15 % z ceny privatizovaného podniku.

Stát skutečně velmi dbal o různé garance ze strany nabyvatele.⁴⁰ Zmiňme ještě smluvně zakotvenou garanci, že nabyvatel dostojí všem svým (i hospodářskopolitickým)

⁴⁰ Byla vyžadována též garance ve prospěch prodávajícího k uskutečnění platby, i kdyby došlo ke zdržením, se kterými se ale počítalo dopředu (např. čekání na výrok antitrustových agentur ať už evropských nebo italských). Takové ujednání je vlastně náhražkou předchozího a automaticky pozbývá aktuálnosti v momentě zaplacení.

závazkům, které byly dopředu dojednány (udržení zaměstnanosti, výroby aj.) v případě nedodržení smluvních ujednání měl prodávající možnost obdržet penále.

Došla-li privatizace až do tohoto bodu a byly-li podepsány příslušné smlouvy, měl prodávající právo přijmout nejlepší závaznou nabídku. Poté, zahájil vyjednávání s vybraným nabyvatelem a oznámit uzavření soutěže. Následovalo už jen podepsání smlouvy, převod akcií a platba. Celá zmíněná soutěžní procedura zabrala pět až šest měsíců.

4.6 Kritika: Mezi formální a skutečnou privatizací

Vlastní privatizace se od formální liší zejména reálnou ztrátou kontroly státu nad podnikem, ať už implicitní nebo explicitní. V situaci, kdy veřejní činitelé mají nadále moc nad zprivatizovanými podniky, není deklarované oddělení podnikového hospodaření od veřejných rozpočtů důvěryhodné. Stát má neustále možnosti měnit pravidla rozpočtové hry a záplatovat tak podnikové ztráty. Ve formálně privatizovaném podniku je stát stále poslední instancí.

Další charakteristikou vlastní privatizace a zároveň požadavkem, jak má skutečná privatizace vypadat, je efektivní podřízení podniku obchodnímu a občanskému právu, kterému jsou běžně podřízeny soukromé společnosti. Zůstává-li v rukou státu *zlatá akcie*, je podnik podřízen obchodnímu a občanskému právu pouze omezeně. Dalším nutným předpokladem vlastní privatizace je vertikální i horizontální rozdělení, které usnadňuje řízení jednotlivých složek podniku a umožňuje předcházet vzniku monopolu.

Neméně důležitým požadavkem je vyvinutý trh s vlastnickými právy, kontrola podniků otevřená národním i mezinárodním investorům, disciplína managementu, tak aby hlavním cílem bylo zhodnocování společnosti.

Ne všechny tyto požadavky se však dařilo italské vládě (přes velmi detailně připravenou formální stránku privatizace, viz výše) splnit, v následující kapitole, zabývající se situací v bankovním sektoru, se podrobněji zaměříme na konkrétní realizace, zde zmiňme stručně jen několik příkladů: privatizace Telecomu (V roce 1992 se privatizovala majorita, zbytek se privatizoval v letech 1997 a 2002) byla pravděpodobně jedinou privatizací, jež se vyznačovala úplným oddělením podniku od státní moci. (Přesto i zde zůstala státu *zlatá akcie* – kromě společnosti ENI to byl ale jediný případ, kde italský stát tento instrument použil.) Nevyužívání institutu *zlaté akcie* bylo kladně hodnoceno v zahraničí (Goldstein, 2003). V ostatních privatizacích v roce 1992 z portfolia ministerstva pokladu se privatizovalo buď méně než 50% kapitálu podniků (jako např. v případě ENEL), nebo si stát ponechával rozsáhlé rozhodovací pravomoci. Podobně v případě privatizace podniků spadajících pod IRI nebyly vždy splněny požadavky na skutečnou privatizaci. Např. *Alitalia* byla privatizována méně než z poloviny. V důsledku nebyla italská privatizace ze začátku až tak rozsáhlá –

některé podniky zůstaly *de facto* pod kontrolou státu. Některé z odhadů upozorňují na skutečnost, že reálně, tj. do rukou čistě soukromého vlastníka, byla privatizována asi polovina podniků z celku, za který byla inkasována suma 180 000 mld lir (92 mld euro) (De Nardis, 2000:16).

Někteří autoři též kritizují, že legislativní normou, která spustila hlavní vlnu privatizace, bylo Nařízení vlády ze 30. 6.1993 (viz výše). Toto nařízení, vícekrát pozměněné i v důležitých aspektech, nebylo však nikdy převedeno do formy zákona. Tato skutečnost rozhodně nenapomohla k přesnému určení cílů a způsobu privatizace. (Ammanati, 1995:16) dále kritizuje, že privatizace probíhaly často bez většího ohledu na formální pravidla. Od roku 1992 do roku 1995 totiž bylo vydáno dohromady 41 privatizačních legislativních norem, z toho 33 zákonů a 18 regulačních aktů. Nejdůležitější privatizace (Credit, Comit a IMI) probíhaly za stálé změny pravidel (září 1993 - květen 1994).

Výsledek italské privatizace byl dále významně ovlivněn skutečností, že stát leckdy prodával podíly v podnicích bankám, kde měl ještě sám podíl. Ačkoliv tak došlo k odříznutí dluhů od státního rozpočtu (státní finance tedy doznaly určitého ozdravení), pro velkou část italské ekonomiky znamenala privatizace vznik specifických vlastnických struktur, které jsou nejzajímavější u velkých bank. I proto se jimi zabývá následující kapitola.

5 Vlastní průběh privatizace

Italská vláda dobře pochopila, že celý proces musí začít privatizací klíčového bankovního sektoru. Teprve volná soutěž na trhu zápůjčních fondů totiž otvírá možnost privatizace a volné soutěže i jinde. Jedním z prvních, kdo tuto tezi začal obhajovat byl Romano Prodi, a to v dokumentu *Strategický model privatizace (1992)*. Prodi v něm pojmenoval příležitosti, které otevírá privatizace, novou konkurenceschopnost, potřebu hlubokých institucionálních změn, potřebu přenosu kontroly nad podnikovou sférou od státních bank směrem k soukromému sektoru. Ve formě modelu tak byl pojmenován požadavek přednostní privatizace bank.⁴¹

Důvodů, proč se podrobněji zaměřit právě na privatizaci bankovního sektoru, je více. Privatizací bank byly získány nemalé prostředky do státního rozpočtu (Viz Příloha 1). Dalším důvodem je, že banky samy hrály důležitou úlohu při privatizaci nebankovních společností

⁴¹ V českém prostředí tento dokument nikdy citován nebyl. Při zpětném pohledu by to byl nepochybně zajímavý příspěvek do diskuse o načasování privatizace českých bank.

(ať už jako konzultanti nebo při kotaci akcií privatizovaných společností). Jako další významný důvod uvedme předpoklad, že právě v bankovním sektoru je státní vlastnictví více distorzivní než v jiných sektorech ekonomiky (Inzerillo, Messori, 2000:123)

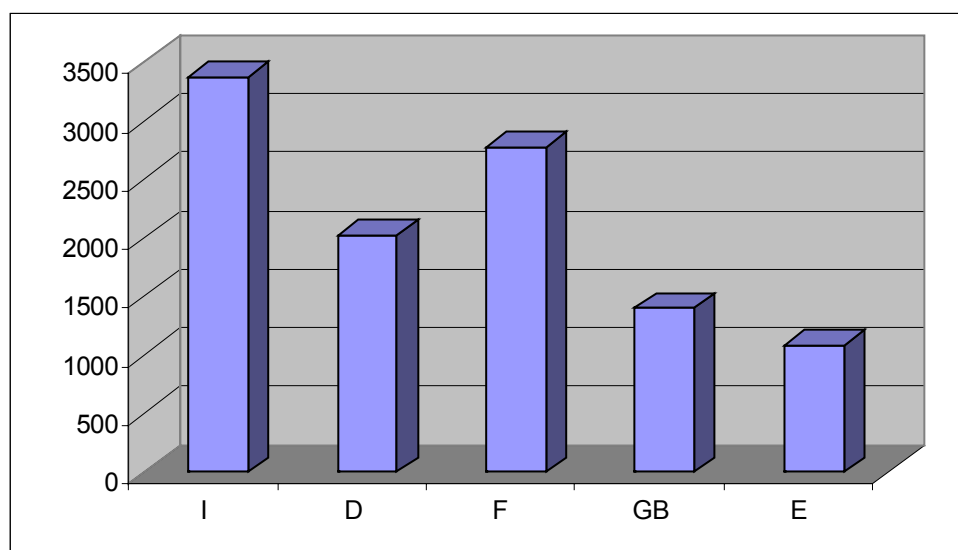
5.1 Specificita italského bankovního sektoru

Italské banky byly historicky příliš početné, malé, podkapitalizované, nekonkurenceschopné a v důsledku toho vytvářely nízké zisky. Ke zvýšení konkurenceschopnosti na evropském trhu by bylo třeba jejich spojení, tomu ale vždy stála v cestě nějaká specifická překážka, charakteristická pro sociálně značně heterogenní italskou společnost: odbory, politické strany, církve, různá profesní sdružení, která zabraňovala jakýmkoli změnám v bankovním sektoru z obavy ze ztráty vlivu ve svých dlouhodobě spřízněných bankách. „*Banky mají nízkou hodnotu, protože málo vydělávají. To je strukturální, ne cyklický problém. Celý sektor je málo otevřen technologickým inovacím a je málo konkurenceschopný, protože jde o regulovaný a chráněný sektor. Problémem je též přezaměstnanost v bankovním sektoru, která je důsledkem rigidních pracovních smluv.*“

Dlouhodobým italským problémem byla existence velkého množství bank v protikladu k velké koncentraci v průmyslu. Jednalo se o opačný problém než ve Velké Británii, kde byly banky koncentrovány, ale vlastnická struktura průmyslu byla mnohem fragmentovanější.

Aby se italská struktura průmyslu a bankovníctví více přiblížila evropskému průměru, bylo třeba zmenšit rozsah průmyslových konglomerátů a naopak zvýšit relativní váhu bankovních skupin. Převažující státní vlastnictví ve velkých průmyslových a bankovních skupinách přitom usnadňovalo hospodářskopolitické kroky vedoucí k optimalizaci struktury průmyslu a bankovníctví (Zanetti, Alzona, 1998:55)

Graf 3: Počet obyvatel na bankovní filiálku (1990): evropské srovnání



I – Itálie, D – SRN, F – Francie, GB – Velká Británie, E - Španělsko

Zdroj: Banca d'Italia

Bankovní sektor byl v Itálii svázán též legislativně: ještě do 2. poloviny 80. let měla každá banka oprávnění jen pro určitý segment trhu, omezena byla např. časová délka poskytovaných bankovních služeb, regionální působnost, či typ klientely – expanze mimo předem stanovený rámec nebyla možná. Zároveň bylo pro administrativní překážky nesmírně obtížné otevřít novou banku nebo pobočku. Z toho vyplývala i nižší kvalita bankovních služeb, také co se týče dostupnosti (**viz graf**). Italské banky tak v mezinárodním konkurenčním prostředí operovaly na domácím naprosto chráněném a rigidním trhu, kde úspory a zápůjční fondy byly spíše okolností veřejného zájmu než podnikatelskou aktivitou. Banky navíc měly *de facto* monopol na finanční zprostředkování - jiní významní finanční hráči na italském trhu dlouhodobě neexistovali.

Obchodní banky byly v Itálii povoleny až roku 1988, uzavřené podílové fondy až roku 1993.⁴² Penzijní fondy neexistovaly v italském systému vůbec. Model univerzální banky byl v Itálii formálně zaveden až v roce 1992 – do té doby byl italský bankovní systém charakteristický separací aktivit na krátké a na středně a dlouhodobé. Bankovní aktivita byla oddělena od bankovních majetkových účastí. Zavedení modelu univerzální banky přineslo omezení dočasných závazků a dosud existujících činností. Zůstala omezení týkající se účastí bank v podnicích (jedna banka, podle charakteru své činnosti, může získat maximálně 15 %, 6 % nebo 3 % kapitálu podniku), vztahu bank k průmyslu (jedna banka může - podle charakteru své činnosti - investovat maximálně 60 %, 50 % nebo 15 % vlastního čistého kapitálu do

⁴² Avšak *Mediobanca*, která jako první ohlásila aktivitu v sektoru uzavřených podílových fondů, tak učinila až roku 1996, tedy tři roky od povolení podílových fondů!

investic v průmyslu), bankovní systém jako celek pak může získat maximálně 15 % jednoho každého podniku.

Privatizace bank byla vztažena k privatizaci průmyslu, noví soukromí majitelé bank měli začít vytvářet nová pravidla na trhu zápůjčních fondů pro ostatní privatizované sektory ekonomiky. Proto bylo důležité určit, **komu** budou banky privatizovány (individuální investoři – institucionální investoři – průmyslové skupiny). První ústup státu z bankovního sektoru začal roku 1988, kdy tři velké banky z portfolia IRI ztratily kontrolu nad *Mediobanca*. Jejich účast poklesla na 25 %, což byl stejný podíl, jaký drželi velcí soukromí akcionáři. V téže roce IRI prodal malému bankovnímu ústavu *Cassa di risparmio* banku *Banco di San Spirito*. V následujícím roce získala *Cassa di risparmio* ještě většinový podíl v *Banca di Roma*.

Box 4 - Mediobanca I

Italskému finančnímu sektoru již od svého založení v poválečných letech dlouhodobě kralovala vlivná Mediobanca, která měla četné a hluboké vazby na banky Comit a Credit. Mediobanca rozvíjela své aktivity takřka všude, což mělo mj. za následek fakt, že v italském systému se prakticky nevyskytovala změna managementu, nepřátelské převzetí, zásadní změna akcionářské struktury a další standardní mechanismy, zvyšující efektivitu podniku, v té podobě, jak jsou uplatňovány v tržních ekonomikách. Mediobanca byla dlouhá léta „hlavní baštou kapitalismu pro nemnohé, konservující daný stav.“ (Gianola, 1997:85) Mediobanca byla též jedním z faktorů dlouhodobě málo transparentní a oligarchické burzy. Mediobanca byla jedinou bankou v italském systému, která měla před zahájením privatizačních procesů podíly v akciových společnostech napříč ekonomikou – zatímco ostatní banky byly po dlouhou dobu v rámci zásady oddělení průmyslu od bank této možnosti zbaveny. Například v roce 1987 držela Mediobanca celkem 40 % tržní hodnoty všech akciových účastí mezi jednotlivými velkými italskými finančními skupinami. Zároveň v Mediobance měly podíly Comit, Credit a Banca di Roma – měly též zajištěno každá jedno místo v představenstvu.

5.2 Stanovení ceny při privatizaci bank

Analýza politiky tvorby ceny je stejně důležitá jako analýza formálních technik prodeje. Technika prodeje ale také předurčuje výši ceny, protože dva stejné akcionářské podíly je třeba ocenit odlišně, jedná-li se např. v jednom případě o menšinu kvalifikovanou a v druhém případě o menšinu rozdrobenou. (Preda, Giorgino, 1995:112) Dalším faktorem je míra konkurenčního prostředí (eventuální přítomnost monopolu), ve kterém se odehrávají tyto transakce – i to může ovlivnit cenu banky jiným směrem, než je tržní cena na burze. V ceně se projeví též efekty součinnosti, vyjednávací síla obou stran a jejich cíle a očekávání.

Pro stanovení ceny bank se vytvořila databáze bilančních položek za pět let (1988-1992).⁴³ Pro eventuální transakci s kontrolním balíkem – většiny nebo nerozdrobené menšiny byla též důležitá cena všech ostatních italských bankovních titulů kotovaných na milánské

⁴³ Na základě měsíčních údajů se spočítaly roční aritmetické průměry.

burze (ale i cena právě privatizovaných bankovních titulů na burze francouzské a španělské). Obtíž nastala v případě těch bank, které nebyly kotovány na burze. Burzovní ceny jsou ale vždy menší než ceny transakcí kontrolních balíčků nebo kvalifikované menšiny.

Při prodeji státních bank formou veřejné nabídky byl použita technika účelového podhodnocení (*underpricing*)⁴⁴ – v případě *Creditu (Credito Italiano)* šlo o 9,6% slevu oproti ceně akcie na burze, v případě *Comitu (Banca Commerciale Italiana)* o slevu 8,5%.⁴⁵ (viz níže) V případě *IMI (Istituto Mobiliare Italiano)* k účelovému podhodnocení nedošlo – nebyl totiž před privatizací kotován na burze. Účelové podhodnocení bylo jedním z prvků, které napomohly velkému zájmu o privatizované bankovní tituly: v případě *Creditu* poptávka soukromých investorů převýšila šestkrát nabídku, v případě *Comitu* devětkrát. (Preda, Giorgino, 1995:117) Pro posouzení úspěchu účelového podhodnocení je však třeba podívat se na vývoj ceny akcií v delším časovém období po upsání akcií. Podle zkušenosti z Velké Británie byla návratnost všech titulů, privatizovaných metodou účelového podhodnocení v letech 1979-1991 24 % vzhledem k 19 % u tržního portfolia.

5.3 Privatizace bank z portfolia IRI

Bankovní základna IRI se po šedesát let skládala ze tří bank tzv. národního zájmu: *Credit*, *Comit* a *Banca di Roma*. Už od začátku 20. století se jednalo o nejdůležitější banky v zemi. Pod křídla IRI se tři ústavy dostaly během velké hospodářské krize ve třicátých letech.⁴⁶ Do té doby byl italský finanční systém charakteristický převahou smíšených bank⁴⁷, tzv. *banca holding*, vytvářených podle německého vzoru. Banky byly ještě během velké hospodářské krize velkými finančně-průmyslovými konglomeráty, s rostoucí tendencí přisvojovat si stále větší moc a stále více riskovat. (Už ale na začátku století vykazovaly banky první náznaky toho, že se mohou dostat snadno do krize. – např. ztráty *Banca di Roma* způsobené likvidací *Banca Italiana di Sconto* v roce 1921.)

Bankovní zákon z roku 1936⁴⁸ pak definoval podobu italského bankovního sektoru na příštích padesát let. Hlavním motivem této změny byla potřeba přechodu na bankovní sektor, kde by již neměly místo banky smíšeného typu, které byly mimořádně rizikové. Při absenci domácího kapitálu a nedostatečně likvidních mezinárodních finančních trzích (a se

⁴⁴ Definice: prodejní cena je nižší než cena stejných titulů na burze.

⁴⁵ Se slevou byly prodávány i státní akcie např. *Banque nationale de Paris* nebo v 80. letech akcie britských bank.

⁴⁶ Viz výše.

⁴⁷ „*Banca mista*“: poskytovala úvěry a retailové produkty buď na krátkodobé termíny, nebo z pozice akcionáře podniku, a tak financovala podnik dlouhodobě, akcionářským kapitálem. Tento charakter byl pro tři banky charakteristický již od počátku jejich činnosti. Již na začátku 20. století upisovaly rizikový kapitál průmyslovým společnostem.

ztenčujícími se prostředky, které domů posílali emigranti z USA a které byly po dlouhou dobu důležitým zdrojem) bylo nutné vytvořit trh založený na několika obchodních bankách, institutů speciálního úvěru na financování dlouhodobých projektů, které byly nezbytné pro oživení ekonomiky a také pro nezbytnou modernizaci a zlepšení infrastruktury. Vzhledem ke špatně fungující burze na sebe vzal stát úkol shromáždit úspory obyvatelstva v několika málo bankách a investovat je do dlouhodobých obligací při budování velkých průmyslových projektů. Ve velké části se tak mělo dít právě pod veřejnou kontrolou prostřednictvím IRI. Výsledkem této hospodářskopolitické úvahy se stalo mj. založení banky IMI – *Istituto mobiliare italiano*.

O šedesát let později opět došlo k revoluci ve finančním sektoru, když byly v letech 1992-1994 privatizovány banky *Credit* a *Comit*, které stály u finanční revoluce 30. let.⁴⁹

Ani *Credit* ani *Comit* nepotřebovaly významnou restrukturalizaci, byly známé jak doma, tak na mezinárodních finančních trzích. S liberalizací se banky ocitly v situaci, kdy měly jak v středním, tak v dlouhém období velký potenciál, stoupala tedy poptávka po akciích (*Comit* i *Credit* byly kotované na milánské burze i před privatizací státního balíku akcií) a jejich cena.

V souvislosti s přípravou privatizace obou ústavů proběhla debata mezi zastánci modelu veřejných společností – *public company* a zastánci modelu *tvrdého jádra*. Ti první tvrdili, že v Itálii není dostatek institucionálních investorů, ti druzí že stabilita akcionářské struktury je pro banku klíčová. Druhý názor reprezentoval zejména zájmy několika málo italských finančních center (rodina Agnelli apod). Debata se také dotkla horní hranice podílu jednoho akcionáře: zastánci tvrdého jádra, podle francouzského vzoru, prosazovali vznik tvrdého jádra již ve fázi jednání o privatizaci. Zastánci *public company* prosazovali snížení horní hranice jednoho podílu až na 0,50 %. Posléze vláda schválila kompromis, který spočíval v určení hranice 3 % pro jednu účast s cílem vytvořit opravdové *public companies*, tedy bez institucionalizovaného tvrdého jádra.

Obě banky, *Credit* i *Comit*, byly v dobrém stavu - jejich privatizace proto nebyla tak nutná z hlediska perspektiv obou ústavů, nýbrž mělo jít především o pozitivní signál, který chtěla Ciampiho⁵⁰ vláda vyslat na finanční trhy. Ačkoliv i předchozí vlády, nejen Amatova, ale také Andreottiho, měly privatizaci víceméně v programu a přijaly legislativní úpravy

⁴⁸ Který prosadili Enrico Beneduce a Donato Menichela.

⁴⁹ Dalšími pro bankovní sektor revolučními změnami normativními a regulačními byly zejména Testo unico bancario (1994) a Testo unico della finanza (1998).

⁵⁰ Předtím, než se stal premiérem, působil jako guvernér Italské banky. Je to současný italský prezident.

k privatizaci vedoucí (šlo o formální privatizaci, jak je popsána v předcházející kapitole) teprve vláda Ciampiho přistoupila k privatizaci vlastní.⁵¹

Box 5 - Mediobanca II

Při popisu privatizace obou ústavů, Credit a Comit, by naší pozornosti neměl uniknout žurnalistický pohled na věc. „Enrico Cuccia, prezident Mediobancy, vždy považoval banky se státní účastí za své vlastní teritorium. Mediobanca byla se dvěma ústavy spojena jednak dlouhou historií, jednak Cuccia používal fondy těchto dvou bank.“

Po mnoho let se Cuccia a jeho skupina (touto skupinou se myslí okruh firem Fiat, Assicurazioni Generali, la Pirelli, la Gemina, Orlando, Pesenti a Lucchini) snažili získat plnou kontrolu nad Comit a Credit. Obě banky byly výkonné, moderní a dlouhodobě odolávaly politickým tlakům. Soukromí akcionáři Mediobancy chtěli posléze využívat Credit a Comit jako „banche di casa“ – domácí banky. Ale tito zájemci o obě banky neměli dostatečné prostředky na jejich koupi a navíc ani neměli vůli investovat do nákupu od státu. „Cuccia si této nevole svých soukromých chráněnců byl pochopitelně vědom.“ Spoléhal tedy na své možnosti ovlivnit podobu privatizace tak, aby to bylo pro jeho skupinu výhodné – tzn. získat obě banky v privatizaci pod svou kontrolu, bez velké finanční oběti.

„(...) Cuccia navrhl, že Mediobanca odkoupí od IRI většinový balík akcií dvou bank a že je pak sama prodá. Tušil však, že vláda tento projekt neschválí, proto navrhl vytvořit tvrdé jádro akcionářů, kteří by měli 15-20 % akcií. Mediobanca se pochopitelně nabídla, že vhodné akcionáře do tvrdého jádra určí.“ (Vzpoměňme zde zcela jiné dikce, a sice té, užitě v souvislosti s Mediobancou v oficiálním dokumentu IRI (2001), zmiňovaném v předchozí kapitole.) „(...) Jenže do čela IRI se mezitím, povolán Ciampim, vrátil Prodi, který se dlouhodobě s Cucciou neměl rád.“(všechny citace z Gianola, 1997)

V souvislosti s privatizací dvou bankovních domů byly tedy vyvíjeny všemožné tlaky, o nichž panuje dodnes mnoho spekulací – není ambicí předkládaného textu o nich rozhodnout, přesto je nutné zmínit je alespoň *in margine*. Nepochybně totiž přibližují rámec, ve kterém vznikala italská cesta privatizace. Premiér Ciampi a IRI (vedený Prodim) prosazovali, aby akcie bank byly co nejvíce rozptýleny mezi drobné akcionáře a zahraniční investory. Žádný akcionář neměl mít podle představ vlády více než 3 % akcií, aby se zamezilo nežádoucí koncentraci vlivu v rukách jednoho akcionáře.⁵² Vláda ale postupovala tak, aby udržela důvěrné informace v tajnosti, jak dokazuje následující citace.

20. října 1993 vysvětloval premiér Ciampi logiku vládních privatizací v parlamentu: *„Formace tvrdého jádra na začátku existence privatizované společnosti může na jedné straně zajistit stabilitu řízení podniku, na straně druhé může poskytnout tvrdému jádru relativně větší sílu, která by ale nebyla výsledkem tržního procesu – tato síla přesto musí být nějak ocenitelná. Vzhledem k tomu by tedy cena akcií, tvořící tvrdé jádro, měla být vyšší. Avšak tato*

⁵¹ Na konci roku 1993 byla ještě privatizována cementárenská společnost *Cementir* – podle Gianoly (1997) šlo ale o „klasická andreottiovská privatizace do rukou jeho známých, skupiny *Caltagirone*.“

⁵² Skeptický komentátor Gianola k tomu dodává: „Od vlády bylo naivní myslet si, že toto pravidlo ochrání drobné akcionáře a zachová charakter public company.“

zdánlivá dichotomie mezi tvrdým jádrem a public company je stejně vhodná jen pro schématickou privatizaci, tyto dva modely nemůžou představovat všeobecně platný recept pro dosažení našich hospodářskopolitických cílů ani kánon optimálního vlastnictví“ (IRI, 2001:128). Výběr výsledného modelu měl být tedy podle Ciampiho nadále prováděn případ od případu, na základě konkrétních státních zájmů, na základě priorit průmyslové politiky, s přihlédnutím k zaměstnanosti atd.

Jaké byly v roce 1993 faktory, které mohly zvýšit cenu státního podílu?

- vysoká likvidita na mezinárodních finančních trzích na přelomu roku 1992/1993
- skutečnost, že v Itálii začala růst spotřeba a investice
- návrat důvěry v liru
- únava střadatelů ze státních obligací a dluhopisů,
- všeobecná důvěra v Ciampiho vládu

Jak tedy vypadala privatizace konkrétních bank?

5.3.1 Credit

Už na začátku privatizace bylo 30 % akcií *Creditu* v soukromých rukách, takže privatizace nemohla v jistém ohledu kompletně změnit celou strukturu (Krusich, Loti, Rossi, 1998). To je nepochybně důležitý aspekt, který připomíná, že nelze dělat jednoduchá srovnávání např. s privatizací bankovního sektoru v ČR. V případě *Creditu* byla **původně uvažována možnost privatizace blokovým prodejem** celého podílu IRI, který byl v té době v bance zcela dominantním vlastníkem. **Nařízením vlády ze dne 9. září 1992** bylo rozhodnuto o privatizaci a IRI byl zplnomocněn ke stanovení procedury a podmínek prodeje *Creditu* a také k zahájení výběrového řízení na poradce. 25. září zahájil IRI výběr poradce, který měl oslovit třináct největších finančních institucí na světě, aby učinily nabídku. Po analýze obdržených nabídek se IRI v říjnu rozhodl pro *Merrill Lynch*. *Merrill Lynch* měl tedy za úkol vybrat potenciální kupce, a to jak na základě průzkumu italského trhu, tak na základě průzkumu trhů mezinárodních. Poté IRI rozhodl o proceduře privatizace.⁵³ *Credit* měl být prodán jen jednomu zájemci (skupině) - 67,1 % akcií s cílem maximalizovat zisk pro IRI. Vládním ustanovením bylo určeno, že držitel kontrolního balíku akcií musí následně podle zákona učinit veřejnou nabídku k odkupu (*offerta pubblica di vendita*) na akciovém trhu pro nabytí 100 % akcií společnosti.

Průzkumy společnosti *Merrill Lynch* v prvních měsících roku 1993 však ukázaly, že takový kupující, který by byl ochoten koupit celý podíl IRI na *Creditu*, neexistuje. Kromě

toho přímá jednání, která v tomto období vedl sám IRI s potenciálními investory, ukázala nedostatečnou ochotu formovat tvrdé jádro (neboli ochotu zaplatit za možnost vytvoření tvrdého jádra přírážku). Návrh privatizace celého balíku jednomu zájemci se nesetkal s kladnou odezvou ani v domácí politické debatě, mj. z toho důvodu, že potenciální kupující by mohli být pouze ze zahraničí (pomineme-li obávanou *Mediobancu*). Též požadovaná cena, sestavená na základě relevantních parametrů, byla natolik vysoká, že by odradila jakéhokoliv potenciálního kupce.

Bylo tedy nezbytné znovu určit způsob privatizace. Ještě v rámci omezení, která pro *Credit* stanovila vláda, se ukázalo jako moudré (v zájmu dodržení stanovených cílů) uskutečnit veřejnou nabídku prodeje akcií v Itálii. Důsledkem by bylo rozptýlení akcionářské struktury, která byla ostatně jedním z hlavních cílů privatizace podle Prodiho a Ciampiho. Zároveň se však ani neuvažovala (alespoň není taková úvaha doložená) možnost spojení *Creditu* a *Comitu* mezi sebou nebo s jinými subjekty. Přitom by však podobná úvaha byla na místě: při spojení jednotlivých potenciálů by byl výsledkem bankovní dům takové velikosti, že by byl nepochybně konkurenceschopný i na evropském trhu. (Preda, Giorgino, 1995:108)

Protože tedy nebyla naděje na získání strategického investora, který by byl ochoten zaplatit přiměřenou cenu, bylo rozhodnuto o privatizaci cestou *celkové nabídky* (viz výše). Nejlepší tržní řešení bylo paradoxně zvoleno zejména z toho důvodu, že žádné jiné nebylo v daný moment možné. (Preda, Giorgino:108) Zároveň byl ale zvolený model potenciálním podnětem pro kapitálové trhy a též mohl přilákat nové investory, dosud nevyklé na investice do akcií. Byl to též jistý závazek, že privatizační proces *Creditu* je nezvratný (jiné privatizační metody se dají lépe v průběhu rušit, zejména přímé vyjednávání, ale i dražba).⁵⁴

Nová procedura byla nejprve předložena Výboru pro privatizace a posléze, 7. září 1993, správní radě IRI. Správní rada ale do budoucna nevyloučila ani přímý prodej, kdyby podal nějaký zájemce nabídku. Byla tedy ponechána možnost hledat před uskutečněním veřejné nabídky nějakého kvalifikovaného akcionáře. Správní rada též určila, že ocenění má provést jediná společnost. Jedenácti hlavním národním a mezinárodním institucím byl napsán dopis s žádostí o nabídku. Se souhlasem Výboru pro privatizaci se ocenitelem obou bank (*Credit* i *Comit*) stal **J. P. Morgan**.

Privatizace formou prodeje veřejnosti a institucionálním investorům znamenala pro IRI nutnost najít instituci, která by se ujala role celkového koordinátora (*Global coordinator*). Vzhledem k tomu, že obě privatizace, jak *Creditu*, tak *Comitu*, vyžadovaly plné zapojení

⁵³ Nejprve 15. 10 správní rada 9. 11. valnou hromadou.

⁵⁴ Italská vláda tak předjímala tu hrozbu, která se stala skutečností při některých privatizacích v ČR.

manažerů obou bank, IRI nakonec pověřil obě banky, se souhlasem Výboru pro privatizaci, aby vykonávaly roli celkového koordinátora vlastní privatizace samy.

Přímé zapojení managementu do privatizace bylo motivováno snahou zainteresovat bankovní struktury na úspěchu privatizace – měl být vytvořen dojem, že *banka se prodává sama*. V září 1993 byly zaslány dopisy – podněty k podání nabídky na vedení celého projektu (*joint-global coordinator*), a to pro privatizaci obou bank. Pro *Credit* bylo osloveno šestnáct společností a pro *Comit* patnáct. IRI nakonec vybral **Goldman Sachs** pro *Credit* a **Lehman Brothers** pro *Comit*.⁵⁵ Právní asistenci měla vykonávat kancelář **Grimaldi** spolu s **Clifford Chance**. Vnější komunikaci a reklamu měl *Creditu* zajišťovat **Hill a Knowlton**, která se podílela spolu s **Bbdo/Gavin Anderson** na zmíněných činnostech i u *Comitu*.

Privatizace Creditu byla prvním případem privatizace veřejnou nabídkou (*offerta al pubblico*),⁵⁶ takže bylo mimořádně důležité, aby se podařilo „převychovat“ střadatele, dosud zvyklé na pohodlné státní obligace na investice do bankovních akcií. V reklamní kampani, která probíhala v tisku a na plakátech, byl použit slogan „*dopo i BOT i Credit*“. Heslo odkazovalo na fakt, že investice do akcií *Credit* jsou bezpečné, stálé v oceňení (*quotazioni*), a podobně výnosné jako státní obligace na krátký termín (BOT) (IRI, 2001:133).

IRI provedl změny ve statutárních orgánech, jež vyžadoval přechod na *public company*. Valná hromada *Creditu* tak odsouhlasila v souladu s platnou legislativou zákaz jednomu subjektu vlastnit více než 3 % akcií. Ty akcie, které by stanovenou kvótu přesáhly, by neměly právo hlasovat na valné hromadě společnosti. Byl stanoven limit 1 % pro veřejnou nabídku a 2 % pro institucionální investory.

Do struktury řízení také měly být dle plánu IRI, který sledoval vládní politiku, zabudovány mechanismy pro upřednostňování akcionářských menšin v orgánech společnosti (jak bylo řečeno výše, ochrana práv menšinového akcionáře se postupně stala prioritou italských vlád). Správní rada *Creditu* se však nakonec rozhodla postavení malých akcionářů nijak neformalizovat.

Privatizace *Creditu* vstoupila do závěrečné fáze v listopadu 1993, poté, co proceduru prodeje definitivně schválila správní rada banky (21. 10.1993) a vše posvětil *Consob* (12. 11.). Bylo nabídnuto 840 mil. standardních akcií, z toho bylo 336 mil. určeno veřejnosti, část byla vyčleněna na bonusové akcie. 50,4 mil. akcií bylo určeno zaměstnancům, se slevou 10 % a umenšené o 160 lir předem předepsané platby. Na tyto akcie byl *lock-up* 18 měsíců.

⁵⁵ Provize pro *Global coordinator* dosahovala výše 3,4 % hodnoty nabízených titulů v případě *Credit*, ale už jen 1,5 % v případě *Finnmeccanica* (což byla poslední realizovaná veřejná nabídka IRI v červnu 2000).

⁵⁶ Tato metoda byla pak použita i u *Comitu*, *ENEL*, *INA*, *IMI* a *Telecom Italia*.

Goldman Sachs dostal možnost koupit zbylou část (*greenshoe*), tj. 39,1 mil. standardních akcií - motivem byla stabilizace titulu v období následujícím po prodeji akcií.

Ocenitel J. P. Morgan ocenil akcie (nezapoměňme na *underpricing*) 3. 12. 1993 následovně:

- **2075 lir** za akcii ve veřejné nabídce, což bylo o 11 % méně, než byla cena akcie na burze předcházejícího dne, respektive o 9,3 % (14 %) méně než průměr cen za poslední měsíc (poslední tři měsíce),
- **1707 lir** za zaměstnaneckou akcii.

Sama veřejná nabídka se realizovala 6. a 7. prosince 1993.

Bylo evidováno 292 000 žádostí na celkem 2 806 milionů akcií, institucionální investoři požadovali 2 077 milionů akcií, v obou kategoriích byl několikanásobný převis poptávky nad nabídkou. Převis poptávky byl i u zaměstnaneckých akcií.

Velká poptávka způsobila, že akcie byly po minimálním počtu 2500 ks přiděleny prvním 190 000 zájemců, kteří se přihlásili ještě 6. 12. IRI za celou operaci inkasoval 1800 mld lir (930 mil. Euro, viz Příloha 1). V té době měla banka v bilanci 120 000 mld lir. (Gianola, 1997:198) Akcie ve zvláštním režimu se dostaly zpět k dispozici IRI postupně a postupně byly také prodávány. Bylo za ně utrženo 50 mld lir (IRI, 2001:133).

Rozšířený názor, že *Credit* byl prodán příliš lacino, se nakonec odrazil ve vyšší ceně při privatizaci *Comitu* (Inzerillo, Messori, 2000). Náklady na zajištění privatizace *Creditu* činily 73,6 mld lir. Na konci roku 1994 se dostala cena akcií *Creditu* pod úroveň nabídkové ceny – tzn. že i při *underpricingu* kupující krátkodobě trátili. Šlo ale o krátkodobý poprivatizační výkyv v nejistotě očekávání nové vlastnické struktury. Tento trend se ale potom obrátil, takže šlo v dlouhodobém horizontu o dobrou investici.

Gianola (1997) tvrdí, že nejspíše v lednu 1994 se ukázalo, že akcionářskou strukturu ovládla *Mediobanca*. Dosáhla svého cíle přes veškeré mechanismy určené k tomu, aby nemohlo dojít k převzetí banky dominantní skupinou, navíc za standardní cenu, která nezahrnovala přírážku za získání kontrolního balíku akcií. *Mediobanca* se tento tah podařil pomocí spřízněných institucionálních investorů.⁵⁷

5.3.2 Comit

Comit, *Banca Commerciale Italiana* byla historicky osvědčenou bankou velkého průmyslu. Jako jedna z mála italských bank měla i mezinárodní význam.

Před uskutečněním veřejné nabídky byly 30. 11. 1993 schváleny mimořádným zasedáním správní rady následující principy privatizace: každý jednotlivý subjekt neměl nabýt více než 3 % akcií. Metodika prodeje byla stejná jako u banky *Credit*.

V únoru a březnu 1994 (od 28. 2. do 4.3.) uvádí IRI *Comit* na trh. Ciampi a Prodi chtěli banku prodat rychle, aby dostali svým slibům a uchovali si důvěryhodnost. Prodej *Comit* byl tedy nakonec přesnou kopií prodeje *Credit*. Cena jedné akcie byla stanovena na **4550 lir**, což bylo sice podobně jako v případě *Creditu* méně než kotace posledních dní před vyhlášením nabídky (*underpricing*), ale na rozdíl od *Creditu* více v porovnání s měsíčním a tříměsíčním vývojem. Na trh bylo umístěno 570 milionů akcií, při koordinaci pomáhaly **Lehman Brothers**. O akcie byl zájem ještě větší než v případě *Credit*, a to jak ve veřejné nabídce, tak u institucionálních investorů. Poptávka převyšovala nabídku asi devětkrát. (IRI, 2001:135). O privatizaci projevilo zájem více než **jeden milión** italských střadatelů. To byl rekordní počet v rámci italské privatizace, který byl překonán až roku 1997 privatizací *Telecom Italia*. IRI inkasoval **2891 mld lir** (1493 mil. Euro). Novými největšími akcionáři se staly *Paribas*, *Assicurazioni Generali*, *Commerzbank* každý s cca 3% akcionářským podílem – **podobně jako v případě *Creditu*, i tito institucionální investoři byli vnímáni jako spojenci *Mediobanky***. Gianola píše: „*Consob* musel v roce 1994 konstatovat, že akcionáři nejednají ve shodě. Přesto bylo více než zřejmé, že opak je pravdou. V dokumentech však pro to nebyly důkazy.“ Ovládnutí *Comitu Mediobankou* potvrzuje i Zanetti, Alzona: (s. 113). *Mediobanca* získala faktickou kontrolu přes neformální koalice subjektů. Jádro této koalice je třeba také hledat v propletení křížových vlastnictví mezi skupinou *Mediobancy* a hlavními italskými soukromými skupinami, z nichž někteří získali též na *Comitu* menší podíl (*Stefanel*, *Della Valle*, *Lucchini*, *Pirelli*).

Za akcie ve zvláštním režimu později IRI inkasoval ještě dalších 55 mld lir.

5.4 Privatizace bank z portfolia ministerstva pokladu

Privatizace IMI a INA připomněla francouzskou cestu privatizace (viz výše). Vláda se neomezila jen na stanovení techniky, času a způsobu privatizace, ale směřovala prodej tak, aby dosáhla určitých cílů. Privatizace se tak stala opravdovým nástrojem hospodářské politiky. Druhým faktorem byla do jisté míry negativní zkušenost z privatizace *Credit* a *Comit*, kdy bylo zřejmé, že vlivná finanční skupina si cestu k moci v bance najde snadno i přes různé překážky, vyplývající ze způsobu privatizace veřejnou nabídkou. Tato politika byla

⁵⁷ *Credit* posléze např. udělal akvizici *Credito Romagnolo* (jedna z tehdy nejkvalitnějších italských soukromých bank) za 3700 mld lir – to bylo hodnoceno jako vysoká cena, přičemž tato akvizice proběhla podle Gianoly (1997:198) na objednávku *Mediobancy*.

kritizována nejen zastánci public company, ale také (pochopitelně) finanční skupinou okolo *Mediobanky*, která zůstala při této privatizaci stranou.

V tomto případě je však obtížné mluvit o skutečné privatizaci – IMI a INA se v důsledku dostaly do rukou akcionářů, kteří nebyli privátní, nebo nebyli úplně privátní (část akcií INA získala dokonce přímo IMI).

5.4.1 IMI

IMI, Istituto Mobiliare Italiano, plod Velké hospodářské krize; byl založen roku 1931 fašistickým režimem; měl se zabývat průmyslovými úvěry zejména velkým podnikům, které už jiné banky nebyly schopné poskytovat. Po válce spravoval fondy Marshallova plánu. IMI byl v italské ekonomice vnímán jako „červený kříž.“ V roce 1964 se podílel na záchraně *Olivetti*, v roce 1971 řídil konkurs na *Zanussi* atd. Díky této charakteristice byl v centru zájmu politiků, byl vždy řízen členem křesťansko-demokratické strany. Financoval projekty, kde např. nebyla jistá návratnost, jako u politického projektu financování sovětské *Vnesgtorbank* pro realizaci Togliattigradu v dobách sbližování Itálie a Sovětského svazu.

Tím, že měl IMI zvláštní, politicky definovanou strategii, nechával otevřené pole působnosti pro ostatní konkurenty jak na milánské burze (IMI vzhledem ke svým aktivitám nebyl na burze kotován), tak také tím, že nevstupoval do sféry bankovních služeb pro malé a střední podniky, nýbrž soustředil se na poskytování středně a dlouhodobých úvěrů, mergery a akvizice nebo finanční zprostředkování. IMI začal do sféry jiných produktů částečně expandovat až v 80. letech.

V lednu 1994, kdy začala privatizace IMI, byla vláda premiéra Ciampiho a ministra pokladu Barucciho na konci svého funkčního období. V následujících volbách, konaných konci března, zvítězil Berlusconi. Původně byla také zvažována možnost privatizace jednomu zájemci, se kterou se počítalo (ač nakonec nebyla realizovaná) také v případě *Creditu*. Prodej jednomu zájemci se ale neuskutečnil ani v případě IMI.

Prodej měl proběhnout ve třech fázích: ministerstvo pokladu jako majoritní akcionář a skupina menších akcionářů měly dát v **1. tranši** k dispozici akcie ve veřejné nabídce s částí rezervovanou pro institucionální investory. Před privatizací totiž patřilo ministerstvu pokladu 59,8 % a veřejným společnostem *Inail* a *Inps* 3,2 % akcií IMI. Ostatními akcionáři byly banky kontrolované nadacemi: *Cassa di risparmio delle provincie lombarde* (6,6 %), *Istituto bancario San Paolo di Torino* (6,1 %), *Banco di Napoli* (4,1 %) *Monte dei Paschi di Siena* (2,4 %).

Uvedená nabídka měla zahrnovat 32,89 % kapitálu IMI, avšak žádný budoucí akcionář neměl získat více než jedno procento. Nabídku pomáhala vytvářet obchodní banka **Warburg**

a celá operace proběhla úspěšně. Na trh bylo umístěno **218 mil. akcií po 10 900 lirách**. Nových akcionářů bylo více než 230 tisíc, 1. tranše vynesla 927 mil. euro (Viz Příloha 1). V únoru 1994 byly akcie IMI kotovány na milánské burze a dokonce na newyorské burze NYSE a ze několik málo dní dosáhly ceny 14 000 lir. V této situaci však bylo ministerstvo pokladu stále ještě hlavním akcionářem banky.

V červenci 1995, přestože právě probíhala měnová krize, která měla negativní dopad na úrokové míry a směnný kurs, byla realizována **2. tranše akcií IMI – v této tranši se prodaly akcie předem vybraným významným akcionářům** za cenu **10 513 lir**, tedy méně než byla cena jedné akcie v první tranši, ale o něco více, než byla aktuální cena titulu na milánské burze. Všimněme si rozdílného přístupu ke způsobu privatizace: 2. tranše se odehrála za změněné politické situace. Berlusconi mezitím stačil vyhrát volby a stát se premiérem. Záhy však musel *Palazzo Chigi* (tradiční sídlo italského premiéra) opustit, protože z jeho vlády odešel nestabilní koaliční partner, *Liga severu*. Premiérem se stal Lamberto Dini, který si spolu s funkcí premiéra ponechal křeslo ministra pokladu, které obsadil již v Berlusconiho vládě. Proto se stal opravdovým tvůrcem privatizace a řídil ji podle svých hospodářskopolitických cílů, jakým bylo např. dosažení vyrovnaných státních financí.

Ministerstvo pokladu chtělo odlišným způsobem privatizace také zamezit přílišné rozhodovací autonomii budoucího managementu, která by mohla vzniknout v případě *veřejné nabídky*. Stabilní akcionářské jádro mělo mít proto větší vliv na řízení banky a mělo být složeno z těch akcionářů, kteří byli přítomni v bance již před privatizací. Ti se zavazovali nejen držet akcie po určitý počet let, ale hlavně udržovat stabilitu řízení společnosti. To byly motivy, které ovlivnily podobu 2. tranše.

Po 2. tranši byly součástí vlastnické struktury akcie v držení:

- *San Paolo di Torino*: 9,9 %
- *Cariplo*: 9,9 %
- *Monte dei Paschi*: 9,9 %

Všechny tři banky byly kontrolovány nadacemi, podobně jako někteří další minoritní akcionáři (*Banco di Napoli*, 1,9 %, *Cassa di Firenze*, 1,5 %, *Cassa di Napoli*, 1,2 %).

Proti podobě 2. tranše zaznívaly silné kritiky ze strany finanční skupiny *Mediobanky*. Záměr Lamberta Diniho, vytvořit z IMI na trhu silného konkurenta nesla *Mediobanca* pochopitelně nelibě. Kriticky psaly o privatizaci IMI zejména celostátní noviny *Corriere della sera*, které byly v majetku skupiny *Mediobancancy*.

Posledních 6,94 % bylo ve **3. tranši** prodáno metodou veřejné nabídky.

V případě IMI se tak privatizací uskutečnilo spojení (pomocí menšinových, ale kvalifikovaných podílů) mezi bankou silnou ve středně a dlouhodobém úvěru s bankami–

vlastníky silnými v krátkodobých úvěrech. Na uvedenou operaci mělo navázat spojení s bankou *San Paolo*, projektované na rok 1998 – tak měla vzniknout skupina, která by měla dostatečný potenciál konkurovat *Mediobance*, s tou výhodou, že *San Paolo* ani IMI nebyly tak silně propojené s průmyslem jako *Mediobanca*. K tomuto spojení také nakonec došlo (Viz kapitola 6.2.3.) Kotace IMI na burze na konci privatizace přispěla ke zvýšení celkové kapitalizace všech kotovaných společností o cca 3 %.

5.4.2 INA

INA vznikla roku 1912 jako státní monopol na životní pojištění. **Od roku 1922 až do května 1993 měla monopol na životní pojistky** (Gianola, 1997). Podle jiného zdroje (Zanetti, Alzona, s. 115) ovládala INA v roce 1993 už jen 15 % trhu. Vedení INA bylo vždy, podobně jako IMI, v rukách křesťanskodemokratické vlády.⁵⁸ Původně byla INA ve 100% vlastnictví ministerstva pokladu.

Pět měsíců po privatizaci IMI, v červnu 1994, když už byl premiérem Silvio Berlusconi a Lamberto Dini ministrem pokladu, došlo k **1. tranši** prodeje akcií INA. V této tranši byla stanovena horní hranice jedné účasti (ať už pro jednu společnost nebo pro skupinu) ve výši 5 %. Výsledek privatizace byl nejistý, protože šlo o první velký prodej za pravostředové vlády. S tím souvisela také méně příznivá situace na finančních trzích. Stát uvedl na trh 47,25 % akcií INA, které měl ve vlastnictví. Část nabídky byla určena pro italský trh, část pro trh americký, část pro institucionální investory z Itálie a ze zahraničí. Dohromady šlo o **2040 milionů akcií**. INA a Ministerstvo pokladu za ně inkasovalo **4530 mld lir** (2340 mil. euro), nenaplnily se tedy obavy z podhodnocení a obdržená částka byla hodnocena pozitivně. Nového ředitele přesto ještě vybral ministr pokladu Dini: Stal se jím Sergio Siglienti, který předtím vedl *Comit*, ale protože po privatizaci *Comitu* oponoval politice *Mediobanky*, musel svůj post opustit. Rovněž v personální politice se tedy projevoval zápas finančních skupin o moc. V **2. tranši** v září 1995 se prodalo 18,37 % akcií za **1686 mld lir** (871 mil. euro) za akcií s cílem vytvořit stabilní jádro akcionářů. To mělo následující složení:

- *Caripto* 3 %
- *Gruppo bancario San Paolo di Torino* 3 %
- IMI 3 %⁵⁹

Ministerstvu pokladu zůstalo tedy nadále 34 % akcií, ze kterých 3,3 % představovalo prémii rezervovanou těm, kdo si ponechají akcie banky déle než tři roky. **3. tranše** 31,08 % akcií byla zahájena v červnu 1996 opět za změnéné politické situace: tou dobou byla u moci

⁵⁸ A protože měla INA aktivity v nemovitostech, vždy pro funkcionáře Křesťanskodemokratické strany dodávala byty (Gianola, 1997:229).

levostředová vláda v čele s Romanem Prodim. Pro 3. tranši byla použita emise tzv. *PEN* (*Privatization Exchangeable Notes*) – tedy emise státních titulů konvertovatelných do akcií INA, která přinesla do státní kasy **4200 mld lir** (2169 mil. euro). Částka byla hodnocena jako uspokojující. Do poloviny roku 1998 tak podíl ministerstva pokladu v INA klesl na 13 % (to už ale bylo v situaci, kdy hlasovací práva mohla být uplatněna maximálně do 5 %). Přesto bylo zřejmé, že ministerstvo pokladu si bude chtít udržet vliv v INA i nadále. (Zanetti, Alzona, s. 116)

Pro úplnost zmiňme ještě privatizaci 36,5 % akcií Banca di Roma z roku 1997, která přinesla do státní pokladny 980 mil. euro, privatizaci Banca Nazionale di Lavoro z roku 1998 s inkasem 3 464 mil. euro, Mediocredito centrale ve stejném roce s inkasem 2037 euro a Banco di Napoli v roce 2000 za 493 mil. euro. (Viz Příloha 1)

6 Výsledky privatizace italských bank

Italská privatizace bývá svým objemem a rychlostí považována za největší privatizaci na Západě (IRI, 2001:40) Celkový objem podniků, které prošly privatizací, byl 122 mld dolarů, což bylo sice méně než ve Velké Británii (165 mld), ale více než ve Francii (71 mld), v Německu (63 mld) a ve Španělsku (62 mld).

6.1 Vlastnická struktura

Privatizace bankovního sektoru ukázala, že některé dlouhodobé charakteristiky italské ekonomiky, jež bývají zpravidla hodnoceny negativně, nelze snadno překonat. V souvislosti s **novými vlastníky** jsou negativně vnímány zejména následující skutečnosti:

- křížová vlastnictví
- nízký počet finančních skupin (center ekonomické moci)
- neformální vazby

Křížová vlastnictví usnadňovala strategické aliance a nekalou soutěž a ohrožovala pozice menšinového akcionáře (přestože jeho ochrana zákonem je dostatečná, viz výše). Existuje tak ochrana před nepřátelským převzetím a změnou managementu.

Kromě uvedených faktů týkajících se nových vlastníků zůstal nevyřešen problém **zbytkové role veřejných institucí**, tedy problém nadací, které se staly přechodnými majiteli bank na základě zákona Amato z roku 1992. Pro Itálii je typické, že jakákoli přechodná instituce má nakonec velmi dlouhé trvání a je obtížné ji zrušit – vzpomeňme IRI, který vznikl

⁵⁹ Dalším akcionářem byla také Italská banka s 2% podílem.

jako přechodná instituce v době hospodářské krize a poté fungoval ještě dalších sedmdesát let a dnes je v likvidaci.⁶⁰ Nadacím zůstaly i po privatizaci významné podíly právě v bankovním sektoru.

Na politické úrovni se postupně prosazoval názor, že nadace mohou být překážkou na cestě ke konkurenční a efektivní struktuře bankovního sektoru. Nadace mohou být podle této logiky ztěžím efektivním vlastníkem, neboť nejsou pod konkurenčním tlakem. Původní legislativní uspořádání oslabuje schopnost nadací vykonávat vlastnická práva. Už od zákona Amato se nadace musejí omezit pouze na **administraci svého akcionářského podílu bez možnosti vykonávat efektivní kontrolu řízení bank**. Jejich vlastnické strategie podléhají různým restrikcím. Hlavním problémem nadací je pak skutečnost, že **1) jejich hlavním cílem není zhodnocení vlastního majetku a že se 2) nemusí zodpovídat žádnému vkladateli kapitálu**. Nejsou tedy ocenitelné jako klasické finanční (investiční) instituce.

Správci nadací tedy nemají specifické ekonomické cíle, které by museli sledovat. Řízení nadací bývá charakterizováno italským výrazem *AUTOREFERENZIALITA* (pro které nenacházím příhodný ekvivalent v češtině – „zodpovědnost sama sobě“.). *Autoreferenzialita* se přenáší z nadací na samotné banky, které jsou v jejich portfoliích, nadace tak svým vlastnictvím mohou způsobit distorze. Nemají potřebné know-how pro řízení bank, potřebné institucionální podmínky, potřebné stimuly.

Legislativa 90. let měla proto v úmyslu učinit z těchto nadací soukromé podniky, zaměřené na rozvoj kultury a vzdělanosti v tom kterém regionu. Byly podniknuty některé ne zcela razantní kroky směřující k uvedenému cíli, např. operace, které v roce 1997 změnilly vlastnickou strukturu skupin *San Paolo*, *Cariplo* a *Banca di Roma* způsobily snížení přítomnosti nadací v těchto skupinách z kontrolní většiny na 30 %. (Zanetti, Alzona, 1998:121). Nadace však zůstaly důležitými vlastníky.

⁶⁰ Podle nikde nepublikovaného odhadu prof. Grazianiho z univerzity La Sapienza bude IRI v likvidaci ještě 20 až 30 let.

Nadace v prvních padesáti italských bankách (1998)

Banky dle velikosti (seskupené)	Nadace s absolutní většinou (v %)	Nadace s relativní většinou (v %)	Nadace v menšině nebo s nepřímou účastí (v %)	Bez nadací (v %)	celkem	V % celkových aktiv bankovního systému
1 až 3	0	100	0	0	100	23,4
4 až 7	25	25	25	25	100	19,3
8 až 12	0	0	40	60	100	8,5
13 až 22	40	10	10	40	100	8,3
23 až 25	38,5	0	0	61,5	100	5
36 až 50	46,7	0	0	53,3	100	2,3
1 až 50	34	10	8	48	100	66,8

Zdroj: Unzerillo, Messori, s. 169

Tabulka ukazuje, že v roce 1999 držely nadace (podle zákona *charitativní organizace lokálních autorit*) přinejmenším relativní většinu akcionářského kapitálu v prvních třech italských bankovních skupinách (*Banca Intesa, San Paolo-IMI a Unicredito*), přičemž jejich podíl se pohyboval od 25 % do 40 %. Skoro u poloviny z prvních největších padesáti bank a bankovních skupin byla členem akcionářské většiny některá z nadací. Ve 39 z 50 největších italských bank byly nadace přítomny v kontrolním jádru, ve 14 případech byly nadace přítomny ve společnosti, kontrolující banku.

V roce 1999 upravil tzv. Ciampiho zákon (46/1998 a nařízení vlády 153/1999) strukturu *corporate governance* tím způsobem, že zavedl daňové pobídky pro odchod nadací z bank, pokud proběhnou do roku 2005, a zároveň jim zakázal kontrolovat v budoucnosti společnosti, které nemají čistě sociální cíle. Slabým místem Ciampiho zákona byla ovšem definice kontrolního mechanismu. Neobsahoval ani požadavek, aby členové představenstev nadací nebyli zároveň řediteli nadacemi vlastněných bank.

Na konci roku 1999 nadace měly přinejmenším relativní většinu mezi stabilními akcionáři v každé z pěti největších italských bankovních skupin (v šesti z prvních devíti) (kvantifikací podílů nadací se zabývá zejména De Nardis, 2000). Zákon o rozpočtu na rok 2002 posunul lhůtu, do kdy se mají nadace zbavit se podílů, o rok a zároveň zaručil místním autoritám možnost jmenovat ředitele nadací. Zákon stanovil (velmi vágně), že bankovní účasti mají být nadále pod „morálním dohledem“ ministerstva pokladu. (Goldstein, 2003). Cíl učinit z nadací instituce poskytující sociální služby, či financující prospěšné projekty, tak prozatím nebyl zcela uskutečněn, jak ukazuje i pohled na zcela aktuální akcionářskou strukturu největších bank – . (Viz Příloha 4 a následující kapitola). Stručně shrňme podíly nadací v některých bankách: Banca Intesa (jež nyní zastřešuje Comit) 15 %; Capitalia (dříve Banca di Roma) 13%; Sanpaolo IMI 19 %; Unicredito (nástupce Creditu) dokonce 22 %.

Dalším jevem je relativně vysoký počet křížových vlastnictví. Má tato vlastnická struktura vliv na výkonnost zmíněných bank?

6.2 Výsledky sledovaných bank v současnosti

„Italský finanční trh inspiruje. Víc než jinde jsou tu častá nervozní prohlášení, kdo kdy koho koupí, co kdo další udělá. Pavoučí nitě financí je pak stahují po kontinentu dál a prodeje majetkových podílů se stávají skoro stejně tak hlídanými jako měnové kurzy nebo ceny akcií.“ (Drahomíra Dubská, Ekonom 5.3.2001)

6.2.1 Unicredito Italiano

Skupina *Unicredito* vznikla roku 1998 spojením privatizované *Credito Italiano* a banky *Rolobanca 1473* s ústavy *Cariverona*, *Cassa di Risparmio di Torino e Cassamarca*. V roce 1999 získala skupina *Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto* a *Cassa di Risparmio di Trieste*. **Mezi šesti akcionáři nad 2 % jsou tři nadace s celkovým podílem 22 % (Viz příloha 4).** V roce 2001 byla banka funkčně rozčleněna na čtyři divize: **Retail, Corporate, Private and Asset Management** a **New Europe**. Pro jednotlivé segmenty trhu vznikly dceřiné společnosti **UniCredit Banca** (domácnosti a SME), **UniCredit Banca D'Impresa** (podniky střední a větší velikosti), **UniCredit Private Banking** (Private and Asset). **Unicredito Italiano** se stala největší (západoevropskou) bankovní skupinou, která působí ve střední a východní Evropě: v Polsku kontroluje největší soukromou banku **Bank Pekao**, největší banku v Chorvatsku **Zagrebacka Banka** a v Bulharsku (**Bulbank**), pátou největší banku na Slovensku (**UniBanka**, bývalá Poľnobanka), v ČR pak **Živnostenskou banku**.⁶¹ **UniCredit Romania S.A.** (bývalá Demirbank Romania) v Rumunsku a **Turchia UniCredit** v Turecku tvoří východní výspu divize **New Europe**.

UniCredit Banca Mobiliare se specializuje na investiční bankovníctví. V roce 2000 se Unicredit spojil s renomovanou skupinou **Pioneer Group**. Vzniklá **Pioneer Investments** má zastoupení ve dvaceti státech světa s centry nejen v Miláně, ale i v Bostonu, Dublinu a Singapuru. Podle slov Fabia Innocenziho, ředitele správy aktiv Unicredito, jde o spojení se strategickým záměrem vytvořit globální finanční produkty: *„Dnes je zhruba 70 % aktiv evropských investorů umístěno na evropských trzích. V brzké budoucnosti jich ale bude podle našich očekávání asi 50 % směřovat mimo evropský prostor, do Ameriky, Asie, pacifické oblasti a na nové trhy. Zatímco dnes jsou investice zaměřeny regionálně - existují evropské akciové fondy, polské akciové fondy, americké akciové fondy, italské akciové fondy a tak dále - zítra začnou převažovat produkty sektorové. Půjde o globální technologické, finanční či*

⁶¹ *Unicredito* koupila 85,16 % ŽB za 174 mil. euro od německé BSB (*Bankgesellschaft Berlin*), která nebyla schopna Živnostenskou banku nastartovat. *Unicredito* potom učinila povinnou nabídku odkupu akcií v oběhu, takže se dostala na 97,7 %, za dalších 25,8 mil. Euro. (ŽB má 8 filiálek, 19 poboček, 800 zaměstnanců). *Unicredito* původně velmi usilovala

energetické fondy. Za takové situace můžete být úspěšným distributorem produktů kolektivního investování jen tehdy, budou-li globálně kvalitní.(...) Máme 165 fondů. Jsou členěny geograficky, tematicky, sektorově, podle životního stylu, prostě pro všechny skupiny investorů.⁶² Uvědomme si, že takto hovoří představitel bankovní instituce pouhých sedm let od její privatizace a od jejího vymanění z ne zcela tržní role převodní páky hospodářské politiky.

Box 6 – Alessandro Profumo, ředitel Unicredito

*Profumovy pokusy o převzetí větších italských bank či o spojení se špičkovými zahraničními finančními institucemi se mnohokrát nezdařily. Ochranná Italská banka v čele s Antoniem Faziem se neustále snažila mařit vyjednávání s mezinárodními bankami a udržet největší italské hráče co nejdéle v domácích rukou, aby se mohli restrukturalizovat a stát se konkurenceschopnými. Jiné kroky banky UniCredito k navýšení jejích aktiv zablokovali mocní italští politici a byznysmeni, kteří se dosud snaží ovlivňovat dohody uzavírané v bývalém státním bankovním sektoru. Jenže teď po **skandálu společnosti Parmalat** (viz Příloha 5) procházejí orgány regulující italský finanční sektor rozsáhlými reformami. Bankéři a analytici proto poukazují na to, že je správný čas pro další rozšiřování Unicredita v Itálii. Transformací italského finančního trhu by se měl oslabit dlouholetý politický odpor vůči megafúzím, v nichž by figurovaly tři přední italské banky.*

*Alessandro Profumo (původně konzultant McKinsey) je jednou z vůdčích osobností, které se snaží v Itálii prosadit transparentní systém řízení firem. **Jako první v Itálii přišel s nabídkou nepřátelského převzetí:** v roce 1999 nabídl za bankovní dům Banca Commerciale 14 mld dolarů ve snaze vytvořit instituci, jež by zaujala pátou pozici mezi největšími evropskými bankami - Profumo se dále pokoušel získat jednoho z lídrů španělského bankovního sektoru Banco Bilbao Vizcaya Argentaria. Také tento pokus ztroskotal, a to po zásahu ze strany Italské banky. Ani další snahy o expanzi - ucházel se o turínskou banku Sanpaolo IMI a německou Commerzbank - nevyšly. Proto se Profumo začal zajímat o možnost expanze jinde - na severu a na východě. Unicredito získalo 7 východoevropských bank a učinilo z nich prosperující podniky: Dosáhlo toho tak, že do daných zemí vyvezlo metody restrukturalizace a snižování nákladů, vylepšené italskými zkušenostmi z 90. let. Pro banky to znamenalo zavedení informačních technologií a přeškolení veškerého personálu na správu úvěrů ve stylu nového vlastníka. Čistý příjem divize Nová Evropa vyskočil v roce 2003 o 45,5 % na 374 mil. dolarů.*

Navýšení obrátu dosáhl Profumo i v bostonské společnosti Pioneer Investment Management. UniCredito se dostalo pod palbu kritiky, že platí příliš vysokou cenu za prodávající podnik s vyčerpanými aktivy. Pod novým vedením se však aktiva firmy Pioneer v roce 2003 zvýšila o 11 mld dolarů (12 %) na 150 mld dolarů. Společnost rovněž rozšířila své působení ve světě a s 25% podílem na trhu otevřených investičních fondů je teď v oblasti asset managementu jedničkou ve východní Evropě. V roce 2003 Pioneer vydělal 332 milionů dolarů.

o Komerční banku – česká vláda ale nakonec dala přednost francouzské *Société générale*. (Právo, 15. 8. 2002). Unicredito jevila v roce 2000 zájem též o IPB.

⁶² Roman Pospíšil: Zájem o fondy naroste s eurem. Rozhovor s Fabio Innocenzem, ředitelem správy aktiv Unicredito (Euro, 11. 6. 2000).

(vybráno z Gail Edmondson, Business Week, 13.4.2004, přetisknuto v Euru)

Skupina má více než 70 000 zaměstnanců a 4500 poboček. Podle Výroční zprávy za rok 2003 je Unicredito z hlediska kapitalizace největší italskou bankovní skupinou na burze – (s 26 mld euro v polovině října 2003). Z hlediska výše **ROE (20,2 %) - při celkových spravovaných aktivech ve výši 228 760 mil. euro** v roce 2003 – je jednou z nejúspěšnějších bank v evropském měřítku. UniCredito dosáhlo roku 2003 čistého příjmu 2,4 mld euro, což je zvýšení o 8,9 %. Tržby se vyšplhaly na 12,8 mld euro.

V červnu 2003 koupila Unicredito další 2 % akcií pojišťovny Generali, čímž ohrozila doposud dominantní pozici Mediobanky (13,6% podíl) v akcionářské struktuře tohoto ústavu.⁶³ Unicredito se z vlivu Mediobanky zcela vymanilo; ovládnutí Creditu Mediobankou, jak ho kritizovali mnozí autoři v 90. letech je dnes minulostí.

Na příkladu Unicredita se také ukazuje v Itálii tradičně velký význam silné osobnosti v čele banky: prezidentem Unicredita je Alessandro Profumo, jemuž je přičítána hlavní zásluha za expanzi skupiny.

6.2.2 Banca Intesa

Je největší italskou bankovní skupinou, vzniklou z *Banco Ambrosiano Veneto*, která v roce 1999 odkoupila banku *Cariplo* od stejnojmenné nadace. V roce 1999 nepřátelsky převzala Comit a dostala ho ze sféry vlivu Mediobanky (viz kapitola 5.3.2.) Comit rok poté opustil svůj zbývající 8,9% podíl v Mediobance. V roce 2001 byla vytvořena skupina IntesaBCI Group, kde BCI znamená zkratku Banca commerciale italiana. Skupina má v současnosti jen v Itálii 9 mil. klientů, je rozčleněná na čtyři divize: *Rete, Corporate, Banche italia, Banche estero*. Expandovala do **Maďarska** (Central European International Bank), na **Slovensko** (Všeobecná úverová banka), do **Chorvatska** (Prtvredna banka Zagreb) a do **Kanady** (Intesa Bank). Banca Intesa, jako jediná italská banka, má od roku 2003 též pobočku v Moskvě. 94,47% podíl ve Všeobecné úverové bance koupila skupina Intesa za 550 mil. euro, cena se rovná 1,76násobku čistého základního jmění VÚB. (Michal Silván: Italové na Dunaji. Euro, 25.6.2001)

V roce 2003 měla Intesa zisk přes 2 mld Euroeuro, podle předběžných čísel za rok 2004 dosáhla této hranice již v září. Spravuje aktiva ve výši přesahující **264 mld euro**. ROE je na úrovni **12,7 %**.

⁶³ Miroslav Prchal: Unicredito chce v Itálii vyšachovat svého rivala. (Euro, 13.4.2003).

Box 7 - Mediobanca III

Po smrti dvaadevadesátiletého čestného prezidenta Mediobanky Enrica Cuccii v roce 2000 stanul v čele ústavu S. Maranghi, kterého si osobně vybral jako svého nástupce sám Cuccia. Cuccia - tiskem přezdívaný **Belzebub** - celých 50 let balancoval mezi dvěma skupinami akcionářů: skupinou tří bank vlastnicích čtvrtinu akcií a další skupinou tvořenou průmyslovými blue chips společnostmi, které se dělily o dalších 25 %. Zbytek akcií byl rozptýlen. Maranghi navázal na Cucciovu tradici – i on prosazoval ve vedení banky především mocenské zájmy na úkor akcionářů. Jednotliví ředitelé banky nejednají s analytiky ani neposkytují rozhovory novinářům. Žadatelé o informace jsou odkazováni na webové stránky společnosti. Výroční zprávy jsou černobílé a standardní ukazatele se v nich jen obtížně hledají. Kritici dále Mediobance vytýkají, že vliv, jehož požívá díky křížovému vlastnictví akcií, spojenectví s průmyslovými podniky a nejrůznějším akcionářským aliancím, uplatňuje spíše než pro zisk pro moc samu. V době, kdy se Itálie rostoucí měrou integruje do spojené Evropy, brání údajně moc Mediobanky nadměrně žádoucí konsolidaci italských firem, podkopává volnou soutěž a stojí v cestě modernizaci italského finančního systému. V čele těch, co chtějí situaci v Mediobance změnit, stojí UniCredito Italiano a Capitalia (dřívější Banca di Roma). Ty zároveň patří mezi největší akcionáře Mediobanky (viz Příloha 4).

Ústup Mediobanky z výsluní ukazují čísla: ve fiskálním roce 2002 se zisk Mediobanky snížil o 14 % na 255 mil. dolarů. Výnosy se přitom propadly o 35 % na 1,14 mld dolarů. Hodnota akcií banky, které jsou kvůli velké různorodosti podílů v jejím držení často chápány jako zrcadlo celého italského průmyslu, klesla letos o 40 %.

Aby si upevnil postavení, přivedl bojovný Maranghi do Mediobanky nové akcionáře. Francouzský spekulativní investor Vincent Bolloré ovládá spolu s předsedou představenstva pojišťovny Generali Antoinem Bernheimem, pojišťovnou Groupama a s rodinou vlastníků skupiny letecké výroby Dassault Aviation přinejmenším 7 % akcií Mediobanky. Podle aktuálních informací však proběhla na místě ředitele výměna (stal se jím Gabriele Galateri di genola v říjnu 2003), na analýzy je však ještě třeba čekat.

Zdroje: Gail Edmondson, Milán. *BusinessWeek*. Euro, 18.11.2002; Výroční zprávy

6.2.3 SANPAOLO IMI

Istituto Bancario San Paolo di Torino, jehož historie sahá do 17. století, se v roce 1998 spojil s IMI. K součinnosti došlo tím, že San Paolo se specializoval na komerční bankovníctví, zatímco IMI na středně a dlouhodobé úvěry průmyslu a investiční bankovníctví (viz výše). Od doby svého vzniku skupina expanduje a dnes je rozčleněna na šest divizí (Banca commerciale (která ale nemá nic společného s Comitem), Asset management, Investment Banking, Personal Financial Services, Polo Assicurativo, Banca OPI). Pod Bankou commerciale jsou soustředěny zahraniční zisky: slovinská **Banka Koper**, maďarská **Inter-Europa Bank** a rumunská **San Paolo IMI Bank**. IMI je kotovaná na NYSE.

SANPAOLO IMI je třetí největší italskou bankovní skupinou a první v segmentu *asset manager*. V roce 2000 získala Banco di Napoli a v roce 2002 se spojila s Cardine Banca. K 30. 11. 2004 spravovala skupina aktiva v celkové hodnotě **212 mld euro** při **ROE 11,5 %**.

SANPAOLO IMI je hlavním sponzorem zimních OH v Turíně v roce 2006 (SANPAOLO IMI má v Turíně sídlo).

6.2.4 INA

Třetí největší italská pojišťovna INA byla nepřátelsky převzata pojišťovací jedničkou na italském trhu Generali. „Převzetí italské trojky INA představovala velké sousto nejen pro Generali, ale i pro Antimonopolní komisi EU, která v důsledku toho musela řešit změnu v konkurenčním prostředí na italském pojišťovacím trhu.“ S převzetím pojišťovny INA získala Generali i řadu dalších společností. Evropská komise stanovila, že Generali musí v souvislosti s protimonopolním zákonem prodat některá aktiva, např. společnosti BNL Vita. Protihráčem Generali při nepřátelském převzetí INA byl SANPAOLO IMI. INA se tak stala součástí pojišťovacího gigantu, který je s přijatým pojistným ve výši 44,4 mld euro evropskou trojkou (Po francouzské Axa - 80,1 mld a německé Allianz – 57,8 mld).

Poprivatizační osudy jednotlivých bank se tedy vyvíjely neočekávaně: Mediobanca postupně ztrácela vliv, zatímco privatizované banky i díky fúzím a akvizicím zaujaly dominantní místo v italském bankovním sektoru a začaly expandovat za hranice, což bylo až do této doby nemyslitelné.

6.3 Privatizace a finanční trhy

Proměna italských finančních trhů byla skutečně zásadní: v letech 1992 až 2000 se 42 % veřejného dluhu dostalo do rukou zahraničních investorů, zatímco v roce 1992 to bylo 5,7 %. Vznikl tak jakýsi mechanismus zahraničního dozoru nad italským veřejným dluhem, a tedy hospodářskou politikou a zároveň se uvolnilo více než 900 000 mld lir (1 740 mil. euro) ze státních titulů, které držely domácnosti – ty pak byly z nemalé části investovány do privatizovaných titulů. Zároveň však zahraniční subjekty investovaly v roce 2000 více než 220 000 mld lir (426 mil. euro) na italské burze. V roce 2000 vlastnily italské domácnosti 450 000 mld lir (870 mil. euro) v akciích kotovaných na burze a 168 000 mld lir (325 mil. euro) v investičních fondech. V roce 2000 dosáhly zahraniční zdroje v Itálii celkové výše 1 110 mld lir (2148 mil. euro), což bylo ekvivalentní částce, kterou naopak italské domácnosti investovaly v zahraničí. Nebylo proto třeba vnějšího zadlužení pro založení nového finančního systému. Itálie však ztratila suverenitu nad svým veřejným dluhem.

Podívejme se na tento vývoj z pohledu vývoje **úspor domácností**: v 70. letech měly domácnosti až 80 % všech svých úspor v bankách. V 80. letech rostla progresivně ta část úspor, kterou domácnosti investovaly do italských státních dluhopisů, jejichž podíl posléze na úsporách domácností v 90. letech převážil. Na přelomu tisíciletí však již bylo **32 % úspor investováno do akcií**, z toho pak 38 % do italských akcií kotovaných na burze, 38 % do

italských akcií nekotovaných a 24 % do akcií zahraničních. V té době bylo už jen 17 % investováno do státních titulů.

Důsledkem byla skutečnost, že italská hospodářská politika se již nemohla odklonit od evropské linie, protože již nebyla pánem nad úrokovými mírami. Zároveň však byla do Itálie takto importována standardní finanční kultura (IRI, 2001:29). Celkový příjem z privatizace je třeba hodnotit nejen na základě zaplacené ceny, ale i na základě **transferovaného dluhu**, což pro stát představuje pozitivní finanční transfer.

Byl splněn jeden z cílů privatizace, a to zvětšení objemu finančních trhů. Kapitalizace na burze významně stoupla (Viz Příloha 3). Na druhou stranu význam burzy snižuje fakt existence křížových vlastnictví a konfliktu zájmu mezi kontrolujícím akcionářem, menšinovým akcionářem a manažerem.

6.4 Hodnocení z italské perspektivy

Žádný z italských odborných textů, které jsem měl možnost získat, nesáhá ve své analýze až do současnosti. Proto je jejich pohled na výsledky privatizace podmíněn dobou svého vzniku. Výhodou této práce je, že na základě pohledu na italský bankovní sektor v roce 2004 může posoudit, jestli se závěry a doporučení jednotlivých autorů naplnily.

Sarcinelli (1997) kritizuje, že ještě v roce 1995 bylo ROE sedmi největších italských bank menší než 3 %, ta nejlepší z nich přesáhla jen o málo 5 %. (ROE prvních pětapadesáti bank v USA byl ve stejném období 15%, ve Velké Británii mezi 17 – 22 %. I v Německu, kde bylo ROE považováno za velmi nízké, bylo 7,5 – 8 %, švýcarské 7,5 – 9 %.) Vidíme, jak k překvapivému vývoji v tomto ohledu během necelých 10 let došlo: ROE Unicredita je na úrovni 20 % (viz výše) a i další italské banky přesahují 10 %.

Zanetti, Alzona (1998) popisuje vývoj bankovního sektoru v druhé polovině 90. let takto: *„V roce 1997 se čtyři největší nadace spolu s největším finančně průmyslovým konglomerátem rodiny Agnelli a největší pojišťovnou Generali dostaly do propletence vlastnických struktur v italském bankovníctví. Postupem času vlastnictví nadací v italském bankovním sektoru nadále bobtnalo, a to i na úkor původně soukromých vlastnických podílů. San Paolo-IMI-Banco di Napoli skončí křížovým vlastnictvím s Generali a tak upevní svazky se skupinou Agnelli a utěsí vazbu na skupinu Banca Intesa-Banca Commerciale. Výsledkem by mohlo být jádro Banca Intesa-Banca Commerciale, San Paolo IMI a Mediobanca a nakonec Banca di Roma a Monte Paschi a marginálie, obsazeny Creditem. Vlastnická struktura italských bank tak bude rozdělena mezi nadace, Agnelliho skupinu, Generali a zahraniční investory.“*

Vidíme, že tyto představy se nenaplnily: Unicredito neobsadila marginálie, ale velkou část celého sektoru, zatímco význam Mediobanky upadá. Při pohledu na současnou vlastnickou strukturu (viz Příloha 4) vidíme, že právě mezi SANPAOLO IMI, Mediobankou a Monte Paschi není žádný explicitní vlastnický vztah.

Všichni autoři se shodují na tom, že v italském bankovním sektoru všichni kontrolují všechny a vzájemné vazby znemožňují rozvoj tržního prostředí. Právě na toto tvrzení se posléze podíváme z českého úhlu pohledu.

Ciocca (2000) tvrdí, že „*Jisté riziko pro italskou pavučinu ve vlastnictví bank představovali zahraniční investoři, kteří se sice spokojili s minoritními účastmi, ale při pokračující globalizaci a jejich zvyšujícím se podílu ve vlastnictví se může ukázat jejich větší schopnost řídit banku jako takovou. Vlastnická struktura italských bank je hrozbou pro celý sektor, zejména v situaci, kdy na mezinárodních trzích dochází ke koncentraci a specializaci již soukromých bank a vznikají skupiny operující na celém evropském trhu.*“

Zahraniční investoři hrají v italském bankovníctví spíše menší úlohu (Viz Příloha 4). Schopnost řídit banku prokázali spíše bankéři domácího původu a italské banky nejen že se nestaly obětí globalizace, fúzí a synergií, ale jsou jejími předními protagonisty.

Gianola (1997) vnímal reformu italského bankovního systému jako neúspěch: „*stát se zbavil bank ve prospěch nadací, kterých se zmocnili staří fašisti, černá aristokracie, ti, co utekli před akcí Mani puliti, docenti atp. Stát přišel o podíl, ale zůstali boiardi.*“⁶⁴

Tato stará oligarchie však ztrácí dech – viz Box 7 - Mediobanca III. Přestože se pokusila ovládnout privatizované banky, ty se nakonec dynamicky ubíraly zcela jiným směrem.

Vidíme, že italský pohled provází jistá skepse a nedůvěra v přirozený vývoj ekonomiky. To je tradiční italský postoj, jehož důsledkem jsou neustálé hospodářskopolitické snahy určovat cestu hospodářského rovoje. Na druhou stranu, tuto skepsi je též třeba hodnotit kladně – je častým jevem, že nadšená krátkodobá hodnocení provázejí ekonomické experimenty, jejichž neúspěch se ukáže až po delší době.

6.5 Hodnocení z mezinárodní perspektivy

Goldstein (2003)⁶⁵ oceňuje, že privatizace se podařila navzdory tomu, že:

- existovaly obavy, že domácnosti nebudou mít o tituly zájem,
- *underpricing* byl nižší (sleva byla menší) než evropský průměr,

⁶⁴ šlechtic, bojar

⁶⁵ Goldstein (2003) je jediná rozsáhlejší studie v angličtině o italské privatizaci dostupná na internetu, proto se domnívám, že její závěry jsou velmi důležité; jde o hlavní referenční text pro jakékoli zahraniční hodnocení italské privatizace.

- institucionální investoři jako penzijní fondy nefungovaly v době privatizace ještě dostatečně pružně.

Pozitivním podnětem byla bezpochyby vládní politika rychlého snižování úrokových měr, která činila akcie privatizovaných firem atraktivnějšími než dluhopisy a úspory. Dalším faktorem úspěchu byla též dobrá reklamní kampaň – na tu se myslelo již ve fázi designu privatizace (viz výše). Dalším faktorem byla slabá lira, která lákala investory ze zahraničí.

Goldstein (2003:12) dále srovnává: *„Žádná ex post analýza nemůže zapomenout, jak rozšířený a hluboký byl skepticismus, který provázal kvalitativní a kvantitativní cíle na počátku privatizace. Úspěšné bylo načasování prodejů a vytvoření příležitostí pro investory. Prodeje se vyznačovaly větší mírou transparentnosti, než tomu bylo ve Francii. Italská privatizace byla navíc otevřenější zahraničním investorům než privatizace francouzská či britská (kde oficiální autority široce používaly institutu zlaté akcie k prevenci vstupu zahraničního investora). Domácí finanční trhy překvapivě a proti všem očekáváním dokázaly, že jsou schopny absorbovat velké množství nových titulů.“*

Goldstein naopak kritizuje fakt, že velká část privatizace se týkala nekontrolních účastí, nevznikly public companies a akciový trh nemá dostatečnou kontrolu nad korporacemi. Účinnému fungování trhu navíc brání nedostatečné vynucování existujících zákonů o ochraně menšinových akcionářů. Goldstein shrnuje: *„Italský systém je velmi odlišný od ideálu, kdy rychlé a efektivní tržní reformy provádí silný exekutivní orgán disponující právem veta, schopný vynucovat dlouhodobé závazky ze strany relativně malého počtu protihráčů, kteří v zásadě souhlasí s jeho politikou.“* Z citátu je patrná perspektiva anglosaského autora, který stavu ekonomiky, jenž se jeví být ve specifickém (britském) prostředí ideálem, přisuzuje a priori obecnou platnost. Domnívám se však, že v případě italské privatizace je spíše třeba hledat ideální stav, jenž odpovídá specifické povaze hospodářství italského.

Dvě následující studie OECD nechávají problematiku křížového vlastnictví bank stranou. Jedna z nich (Wise, 2000) se soustředí na regionální rozdíly v bankovních službách a dochází k požadavku konsolidace bankovního sektoru, *Dominantní pozici může mít banka tehdy, překročí-li její podíl na lokálním trhu 25 % - pak by měla zasáhnout centrální banka.* „Na národní úrovni není žádná banka na této úrovni /v dominantní pozici – pozn. autora/,“ *konstatuje studie, aniž by vzala v úvahu křížové vlastnictví hlavních bank. Studie chválí centrální banku za řadu opatření v oblasti antitrustu, což se opět při pohledu na vlastnickou strukturu italských bank jeví nepřiměřené.*

Další studie OECD (Goglio, 2001) hodnotí privatizaci bank jako úspěšnou. „V roce 2000 byl již podíl bank ve veřejném vlastnictví na trhu zanedbatelný. Problematické zůstává zůstávají v podílech podíly veřejných nadací.“ Křížová vlastnictví studie rovněž nezmiňuje.

6.6 Hodnocení z české perspektivy

Při pohledu na italskou privatizaci je třeba mít neustále na zřeteli, že nešlo o transformaci centrálně plánované ekonomiky na ekonomiku tržní. Přesto lze pozorovat jistou podobnost s českou transformací. Pohled vycházející z české zkušenosti může přitom pomoci zdůraznit některé momenty, které ekonom zabývající se výhradně fungující tržní ekonomikou zpravidla netematizuje, neboť je považuje za samozřejmé. Za reprezentativní české ekonomické texty jsem zvolil dva následující: Kouba, Vychodil, Roberts (2004) a Mejstřík (1997).

Kouba vychází z předpokladů konstituční ekonomie, kterými poměřuje českou cestu privatizace. Dokazuje, že v jejím případě nebyly splněny mnohé z nutných předpokladů úspěšné privatizace. Ve stručnosti zde některé z těchto předpokladů zmiňme (včetně jejich objevitelů, kteří v italské literatuře, zabývající se privatizací, překvapivě nebyvají citováni) a ověřme jejich platnost pro italskou realitu. V českém ekonomickém myšlení platí do jisté míry za samozřejmost, že západní ekonomiky zmíněné předpoklady splňují. Platí však totéž i v případě Itálie, která v mnoha ohledech ukazatelích ideál standardní ekonomiky (formulovaný např. Goldsteinem (2003), viz výše) nenaplnuje? Splňovala Itálie předpoklady úspěšné privatizace a v jaké míře? Pokud ne, mělo to vliv na kvalitu privatizace?

Coaseův teorém:

- V ekonomice nulových transakčních nákladů spojených se změnou vlastnického uspořádání získává struktura vlastnictví takovou podobu, která zajišťuje vlastníkům dostatečnou schopnost monitorovat manažery, a stává se tedy endogenní proměnnou. Obchodní výměnou lze dosáhnout Paretova zlepšení. Coaseův teorém má původ v (Coase 1960.)

Coaseův teorém se dá přeformulovat tak, že při nízkých transakčních nákladech nezáleží na původní alokaci vlastnických práv – vlastnická práva nakonec získá ten, kdo je oceňuje nejvíce a nezáleží na formálních pravidlech privatizace a jejích záměrech.

Italská ekonomika (na rozdíl od ekonomik tranzitivních)⁶⁶ předpoklad nízkých transakčních nákladů splňovala a vlastnictví se proto nakonec dostalo do rukou těm, kdo jej oceňovali nejvíce. Skutečnost, že moc v některých privatizovaných bankách⁶⁷ nakonec získaly dominantní skupiny, přestože byla privatizace modelovaná tak, aby k převzetí dominantními skupinami nedošlo, potvrzuje Coaseův teorém⁶⁸. **Správný výběr privatizační metody tedy nebyl nejdůležitějším faktorem úspěchu privatizace.**

V tranzitivní ekonomice, kde jsou transakční náklady relativně vysoké, je třeba pečlivý design privatizace, protože na privatizačních metodách velmi záleží. Současně s výprodejem státního vlastnictví jsou vytvářena pravidla hry a jednotliví hráči, kteří na začátku distribuce získali vliv, mají možnost tato pravidla v budoucnu ovlivňovat.

Douglas North (1990)

- **Neformální společenské normy** jsou pro ekonomiku důležitější než formální pravidla.
- Ekonomická výkonnost je určována **směsicí formálních a neformálních norem** a způsobem jejich vynucování.
- Pro dlouhodobý hospodářský růst je důležitější adaptivní než alokační efektivnost (vymezení proti neoklasikům). **Adaptivní efektivnost** je přitom důsledkem dlouhodobé evoluce.

Northovy požadavky na efektivní ekonomiku jsou v italském prostředí ve velké míře splněny. Dlouhodobý, kontinuální ekonomický rozvoj, postavený na neformálních pravidlech může být interpretačním klíčem k italské ekonomice. Vidíme, že přestože formální normy (legislativa) vznikají v politickém procesu charakterizovaném permanentní změnou, ekonomická výkonnost není vážně ohrožena. Formální zákonná úprava privatizace s ohledem na kýženou akcionářskou strukturu měla malý vliv na pozdější skutečné vlastnické uspořádání a naopak legislativní zmatek nebyl na překážku kvantitativnímu úspěchu privatizace (Viz Příloha 2) (Dokládá to skutečnost, že zákonným rámcem privatizace byla často nařízení vlády a nikoli zákon, a dále neustálá novelizace zákonů v průběhu prvních privatizací - *Credito a Comitu*.) Navzdory primární nedůvěře tváří v tvář „legislativnímu zmatku“ poznáváme - mj. prostřednictvím přiměřené teorie Northovy - že originální typ „směsice formálních a neformálních norem“ může fungovat.

⁶⁶ Další významný rozdíl spočívá v tom, že v Itálii bylo třeba za vlastnická práva platit jejich reálnou cenu, tedy nedocházelo jako v České republice k *de facto* bezplatné distribuci státního vlastnictví.

⁶⁷ *Comit*

⁶⁸ Stejně jako následné nepřátelské převzetí *Comitu Bancou Intesa*.

Mnozí autoři italského původu se na konci 90. let dívali skepticky na konkurenceschopnost privatizovaného bankovního sektoru ve sjednocené Evropě. Nemůžeme však přehlédnout vysokou adaptační schopnost dlouhodobě fungujících ekonomik (na kterou upozorňuje North). Itálie se dokázala adaptovat během poválečného ekonomického boomu a zaujmout přední místo mezi evropskými ekonomikami nikoli tím, že by slepě přebírala modely zahraničních úspěchů, nýbrž tím, že velmi účinně adaptovala své tradiční přednosti v novém ekonomickém rámci. Nejvýraznějším příkladem pro mě v tomto smyslu je Unicredito: má dlouhodobou zkušenost s financováním a řízením úvěrového rizika sektoru SME. Velké úspěchy při své expanzi zaznamenala právě v tomto sektoru, který je pro svou rizikovost u mnohých jiných bankovních domů na okraji zájmu.

Italské banky se nekontrolovaně propojují, což působí starosti autoritám, kontrolujícím konkurenční prostředí, na druhou stranu lze tento proces chápat také jako vynikající adaptaci italských bank na globální konkurenční prostředí. Ve světle logiky dlouhodobé adaptivity není tedy propojování vlastnických struktur a společná expanze ničím překvapivým, protože je racionální reakcí na situaci na trhu. Tato „adaptivní efektivnost“ je ovšem podmíněna dlouhodobým vývojem italského bankovníctví. Je otázkou, má-li smysl zasahovat do tohoto přirozeného procesu antitrustem, který i v době globální ekonomiky stále uvažuje národně či teritoriálně.

- *„Přenesení formálních politických a ekonomických pravidel úspěšných západních tržních ekonomik do třetího světa a do východoevropských ekonomik není postačující podmínkou dobré ekonomické výkonnosti.“*

Srovnávací analýza není cílem předkládané práce, přesto je třeba předchozí citát podtrhnout: formální pravidla nebyla v Itálii postačující ani nutnou⁶⁹ podmínkou ekonomické výkonnosti. Je zřejmé, že pro úspěch italské ekonomiky byla důležitější pravidla neformální, což je společný rys ekonomiky tranzitivní a vyspělé. Na druhou stranu můžeme pozorovat, že jak pro ČR, tak pro Itálii je nepochybným přínosem formulace nových hospodářských pravidel **na evropské úrovni. Pro udržení konkurenceschopnosti našeho regionu v globalizující se ekonomice sice nejsou tato komunitární pravidla postačující, ale velmi důležitou podmínkou.**

Armen Alchian (1965)

- Cesta pokusů a omylů má v systému vybaveném lepšími informacemi (výkonnějšími institucemi) kratší periodu.

⁶⁹ Zejména máme-li na mysli pravidla určená politickými cíli.

Hlavním důsledkem bylo, že autority měly možnost případná nesprávná rozhodnutí poměrně brzy přehodnotit díky tomu, že informaci o nesprávném rozhodnutí obdrželi včas.

Vzpomeňme rozčarování, které následovalo poté, co čerstvě privatizovaný Credit ovládla přes spřízněné zahraniční institucionální investory Mediobanca. Vláda tehdy pružně zareagovala a IMI privatizovala podle jiného klíče, aby nedošlo k podobnému scénáři. (Ponechme nyní stranou, že současný stav je zcela odlišný.) Metoda pokus – omyl byla v italském, ideologií nezasaženém systému možná. Skeptičtí levostředoví politici (Amato, Prodi), kteří privatizovali nikoli pod vlivem thatcherismu, nýbrž proto, že museli, neváhali přizpůsobovat privatizační metody aktuální situaci. Relativně přehledná scéna italského finančního sektoru (málo hráčů; strategie všech jsou dlouhodobě známé) znemožňovala „ztrátu aktiv neznámo kam.“ Pro vlastnické strategie Mediobanky (které mohou v mnohých ohledech připomínat vlastnické strategie managementu IPB) tak neexistovalo v ustálené italské ekonomice natolik příznivé prostředí (jaké existovalo naopak v transformující se české ekonomice s vysokými transakčními náklady na získání informací atd.).

Z toho vyplývá, že transakční náklady, chápeme-li je také jako náklady na získání informací, jsou v italské ekonomice nízké – alespoň pro *insidery*. Jsou-li nízké, pak za předpokladu platnosti Coaseova teorému by měla být výsledná vlastnická struktura optimální.

To však odporuje přesvědčení těch autorů, kteří kritizují skutečnost, že současná vlastnická struktura italských bank je charakterizována vysokým podílem nadací a křížových vlastnictví. Banky však přesto vykazují dobré výsledky a vlastnické synergie se ukazují jako funkční, zejména při zvyšující se globální konkurenci. Vypadá to, že křížové vlastnictví a vlastnictví nadací je optimální vlastnickou strukturou italských bank v současné ekonomické situaci. Vývoj křížových vlastnictví v čase ukazuje následující tabulka. Ačkoliv majetkové vazby v italské ekonomice jsou složité, zde se pro přehlednost soustředím jen na vazby v největších bankách, protože to k ilustraci argumentu postačuje. Pro popis vlastnické struktury jsem použil stejný model tabulky jako Mejstřík (1997) pro křížová vlastnictví v českém bankovním sektoru v polovině 90. let. Grafické znázorněné vlastnických vztahů (pavučiny) které nabízí např. (Alzona, Zanetti, 1998) nebo (Palmieri, 2000) lze slovně shrnout následujícím způsobem: vlastnictví je v Itálii vzájemně vysoce provázáno a výsledná struktura je zcela nepřehledná, což je umocněno mnohými neformálními vazbami.

	ASSICURAZIONI GENERALI SPA	BANCA INTESA SPA	BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	MEDIOBANCA SPA	SANPAOLO IMI SPA	UNICREDITO ITALIANO SPA
1998 - únor							
GENERALI	3+1				4		
INTESA					1		
MONTE PASCHI						2	
BNL							
MEDIOBANCA	1						
SANPAOLO IMI							
UNICREDITO							2
1999 - prosinec							
GENERALI		3	3		1		
INTESA					1		
MONTE PASCHI						3	
BNL						2	
MEDIOBANCA	1	7					
SANPAOLO IMI							
UNICREDITO							2
2005 - leden							
GENERALI		6,3	8,7				
INTESA							
MONTE PASCHI			4,6				
BNL							
MEDIOBANCA	13,4						
SANPAOLO IMI							
UNICREDITO	3,7				7,8		

Zdroj dat: Borsa Italiana, Výroční zprávy jednotlivých bank; starší data (Inzerillo, Messori, 2000)

Řádky představují vlastníky, ve sloupcích jsou vlastníci, údaje jsou v % akcionářského podílu.

Z tabulky je patrné, že v současnosti nejdynamičtější italská banka Unicredito patří mezi významné akcionáře Generali. Generali má podíl v Bance Intesa a v BNL. Mediobanca vlastní podíl v Generali. V Mediobance má podíl i Unicredito. Ze vzájemného vlastnictví největších italských bank vypadla SANPAOLO IMI.

Murrell (1992)

- **privatizace ad hoc** je lepší než masová (platí pro tranzitivní ekonomiky)

- privatizace cestou **individuálních rozhodnutí** umožňuje uvážit specifické okolnosti a zájmy konkrétních účastníků

- I když každé jednotlivé privatizační rozhodnutí je nevratné, celková privatizační politika může být **modifikována a korigována podle zkušeností**

Italská privatizace byla úspěšná právě pro splnění těchto požadavků. Privatizační model nebyl jednotný, ani nedošlo k pouhému napodobení zahraničních modelů. Legislativní zmatek, který provázel italskou privatizaci, můžeme vnímat i jako neustálé přizpůsobování formálních pravidel reálné situaci.

Estrin, Pérotin (1991)

- *Does ownership always matter?* (Estrin a Perotin porovnávali různé firmy ve Francii a ve Velké Británii z hlediska struktury vlastnictví a ekonomického výkonu)

- Dospěli k názoru, že ekonomický výkon je podmíněn schopností kapitálového trhu plnit monitorovací funkci.

- „(...) *Náš přístup naznačuje, že jednoznačné obecné tvrzení o efektech privatizace nelze formulovat.*“

Při interpretaci výsledků privatizace italského bankovního sektoru se jeví tyto teze jako výstižné: jak si vysvětlit, že nejdynamičtější banka v Evropě, italská Unicredito, má mezi největšími akcionáři nadace? Vysvětlením pozorovaného nesouladu může být skutečnost kotace na burze. Cílem manažerů je růst hodnoty akcií bez ohledu na to, kdo banku vlastní. V situaci, kdy je banka sledována kapitálovým trhem, je legitimní klást si otázku, není-li debata o distorzivním vlivu nadací na výkonnost bank přehnaná. Italský kapitálový trh, přestože byl dlouhou dobu na okraji zájmu a kapitalizovaly se na něm jen malé objemy peněz (viz Příloha 3), svůj potenciál měl a v současnosti se jeho význam stále zvětšuje. Nezdá se, že by neplnil monitorovací funkci. Právě privatizací se jeho význam zvýšil, začalo se na něm pohybovat množství institucionálních a soukromých investorů, a byla tak oslabena moc úzké finanční elity, která milánskou burzu ovládala až do 90. let.

Ferguson (1992, Příloha 5) srovnává podmínky privatizace na „Západě“ a na „Východě“. Na Západě existuje:

- **fungující finanční sektor s adekvátní úrovní úspor**
- **kulturně zakotvené hodnoty vlastnictví** a jasně definovaná vlastnická práva
- vyvinuté soutěžní trhy
- tržně orientovaný **kvalifikovaný management**

Na Východě naproti tomu tyto předpoklady splněny nebyly.

V Itálii sice neexistoval na počátku dobře fungující finanční sektor a vyvinuté soutěžní trhy, ale jejich vznik nebyl díky dlouhodobé tradici italského bankovníctví příliš problematický. Míra úspor byla dále adekvátní a domácnosti byly ochotné přenést své úspory do nových produktů. V Itálii zároveň nebylo zvykem zpochybňovat vlastnická práva. Společnosti, které byly ve státním vlastnictví (nebo ve vlastnictví IRI) nebyly zestátněny násilně, nýbrž byly běžným způsobem odkoupeny od původních majitelů v situaci, kdy se dostaly do krize. Zároveň si povšimněme vlastnických práv měst: ta mají v Itálii dlouhou tradici, sahající hluboko před 19. století, kdy byla Itálie rozdrobena na městské státy. Všechny nadace, které jsou dnes podílníky velkých bank, jsou podle zákona Amato z roku 1992 v rukou měst. Volání po vyloučení nadací z vlastnictví bank tak má rozměr zachování vlastnických práv italských měst. Ačkoliv vlastnictví nadací v bankách je funkčně omezeno zákonem (nemohou v některých případech hlasovat a management bank si proto přímo úměrně podílu nadací může vládnout sám sobě), je to stále vlastnictví, které má svou váhu a je třeba jej respektovat. Tento rozměr chybí v pracích volajících po co nejrychlejší eliminaci nadací z bank (Goldstein, 2003). Také kritika legislativního procesu, který nadace z bank vykazuje jen velmi pomalu a bez reálných penalizací, by neměla brát existující vlastnictví na lehkou váhu.

Demsetz a Lehn (1985)

- neexistuje empiricky pozorovatelný vztah mezi vlastnickou strukturou a výkonem firmy.
- vlastnická koncentrace je endogenní proměnou, která se v každém podniku optimálně přizpůsobuje podle jeho charakteristik.

Vidíme, že nejvýkonnější skupinou je Unicredito, přestože jeho vlastnická struktura není podle standardních kritérií transparentní, naopak Mediobanca, dlouhodobě vlastněná soukromým kapitálem, se nachází v problémech. Na některých příkladech se tedy ukazuje, že vztah mezi vlastnickou strukturou a výkonem firmy existovat nemusí.

Kouba (2004) shrnuje teze uvedených autorů:

- V průběhu času **neefektivní instituce mizí**, zatímco ty efektivní přežívají.
- Je nutný **neideologický přístup** ke změnám.
- Je třeba hlubšího poznání **kulturněhistorických kořenů** privatizačních procesů.

Aplikujeme-li Koubovy syntetické závěry na italskou realitu lze ji vykládat následovně: státní vlastnictví, které se ukázalo jako neefektivní, bylo privatizováno, včetně všech vlastnických oprávnění. Ta nebyla svými tvůrci viděna ideologicky, nýbrž pragmaticky.

Vlastnická struktura, kterou privatizace vytvořila, se v delším časovém období blíží k optimu, přestože toto optimum nemusí být autory (jak italskými, tak anglosaskými) obecně uznáváno.

Při pohledu na

- kulturněhistorické kořeny italské ekonomiky
- z nich vyplývající nízké transakční náklady
- z nich vyplývající přirozenou evoluci vlastnictví
- fungující kapitálový trh
- současné výsledky privatizovaných italských bank

můžeme (z české perspektivy) prohlásit, že vlastnická struktura italského typu může být v daných kulturních podmínkách optimální. Jiné kulturní podmínky by vytvořily vlastnickou strukturu zcela jiného typu. Proto nemůžeme souhlasit ani se skepsí italských autorů, ani s univerzální kritikou italských vlastnických struktur.

Srovnání italského modelu vlastnictví bank, tak jak byl vytvořen během privatizace, s ideálem transparentní vlastnické struktury, jenž je sdílen naprostou většinou autorů, zabývajících se problémem privatizace, nás vede k úvaze o univerzalitě ideálu: ukazuje se, že optimální vlastnická struktura může mít alespoň ve střednědobém horizontu specifickou podobu, danou kulturně společenskými podmínkami. Můžeme se tedy tázat, zda formalizovaná společenská a hospodářská pravidla - platící především v anglosaském světě - rovněž nejsou kulturně podmíněna.

Druhá úvaha, vyplývající ze zmíněného srovnání, se týká pozorovaného nesouladu mezi funkčností neformálních pravidel v Itálii a jejich nefunkčností v českém ekonomickém a společenském prostředí. Domnívám se, že podstatou italského úspěchu je dlouhodobá, kontinuální kultura vlastnictví. Nevyplývají české neformální vzorce ekonomického chování (z dlouhodobé, ale také diskontinuitní) kultury ne-vlastnictví?

7 Závěr

Státní vlastnictví v Itálii mělo ve 20. století velký význam. Poprvé vstoupil stát do ekonomiky během Velké hospodářské krize a hrál velkou roli i později, v poválečné obnově. Pro účel správy státních podniků byl roku 1933 zřízen holding IRI – Istituto per la Ricostruzione Industriale – jeho cílem bylo finanční ozdravení podniků, zejména pak bank. Do jeho správy se dostaly i tři tehdy významné banky: Banca di Roma, Banca Commerciale Italiana a Credito Italiano. Státní vlastnictví umožňovalo takovou alokaci zdrojů, která byla potřebná z hlediska rozvoje ekonomiky, ale kterou nemohl financovat soukromý sektor. Banky ve vlastnictví IRI poskytovaly výhodné úvěry podnikům, podle cílů hospodářské politiky státu. Hospodářskopolitickými cíli poválečné Itálie byly zejména: vyrovnávání rozdílů mezi bohatým Severem a chudým Jihem, zvyšování životní úrovně obyvatelstva, zvyšování produktivity a snižování nezaměstnanosti.

Postupem času se stalo státní vlastnictví podniků zátěží. V podmínkách globalizující se ekonomiky a evropského sjednocování se ukazovalo jako brzda konkurenceschopnosti. Na konci 80. let dominovalo celým odvětvím: petrochemii, hutnictví, strojírenství, ale také bankovníctví. Vysoké dotace zatěžovaly státní finance. Privatizace se ukazovala jako nezbytná, stejně jako modernizace kapitálového trhu a další institucionální změny.

Pro Itálii byly inspirací zejména britský a francouzský privatizační model, které se lišily zejména tím, jakou vytvářely akcionářskou strukturu. Ve Velké Británii byl preferován model *public company*, ve Francii *noyveau dur*: Itálie oscillovala mezi těmito dvěma pojetími s ohledem na specifické cíle privatizovaného podniku. Konkrétní metody prodeje stanovil Barucciho plán: byly to zejména veřejná nabídka, veřejná dražba a soukromé řízení. Metody byly definovány velmi přesně s ohledem na transparentnost celého procesu.

V rámci formální privatizace došlo již v roce 1990 k transformaci bank na akciové společnosti. Akcie pak získaly veřejné nadace, pro tento účel založené. Italská vláda zpočátku s privatizací váhala, ale krizový makroekonomický a politický vývoj v roce 1992 a pokračující evropská integrace privatizaci urychlily. Po výměně vlády v souvislosti s akcí Čisté ruce, začaly analýzy společností určených k privatizaci: cílem bylo privatizovat nejprve banky. Jejich privatizace se měla stát základem privatizace ostatních sektorů. Banky ve státním vlastnictví byly nekonkurenceschopné a většinou neměly mezinárodní působnost. Pro jejich privatizaci byla upřednostněna metoda prodeje veřejnou nabídkou obyvatelstvu a institucionálním investorům - v Itálii totiž tradičně existovalo jen málo finančních center, které by mohly nabízené banky koupit metodou soukromého řízení.

V září 1993 byla zahájena privatizace Credito Italiano z portfolia IRI – šlo o první privatizaci v Itálii formou veřejné nabídky. Vzápětí byla privatizována Banca Commerciale Italiana, též z portfolia IRI, stejným způsobem, ale za podstatně vyšší cenu. Naopak výsledkem privatizace banky IMI z portfolia ministerstva pokladu, rozdělené do tří tranší v letech 1994 – 1996, bylo vytvoření tvrdého jádra. Jeho členem se stala i banka San Paolo, která roku 1998 s IMI fúzovala. Podobný model byl aplikován i při privatizaci pojišťovny INA.

Přes velkou snahu vlády stanovit přesná formální pravidla byla italská privatizace kritizovaná, že 1) jejím výsledkem není úplný odchod státu z rozhodování společností, 2) privatizační legislativa se měnila v průběhu samotného procesu a 3) výsledná vlastnická struktura není zcela transparentní vinou křížových vlastnictví; kritizována je i skutečnost, že významným vlastníkem bank jsou nadace. Vlastnictví se od privatizace dynamicky vyvíjelo díky častým fúzím a akvizicím. Banky jsou též hlavními obchodovanými tituly na burze, jejichž cena v průběhu 90. let výrazně rostla (viz Příloha 3).

V případě Unicredito Italiano, následníka Creditu, patří v současnosti mezi hlavní stabilní akcionáře banky tři různé nadace. Výkonnost banky je však pozoruhodná: expanduje do východní Evropy a v evropském měřítku dosahuje prvních příček v ukazatelích výkonnosti. Expanduje též Banca Intesa, která nepřátelsky převzala Comit ze sféry vlivu Mediobanky. San Paolo IMI též expanduje do jihovýchodní Evropy a její výsledky jsou podobně příznivé jako v případě Banky Intesa. INA se zařadila do skupiny Generali a stala se tak součástí evropské trojky v pojišťovnictví.

Výsledkem privatizace bylo podřízení bank standardním tržním mechanismům, které bylo podmínkou zvýšení efektivity. Privatizace měla pozitivní dopad na strukturu státního dluhu – hlavním věřitelem se staly zahraniční subjekty, zatímco domácnosti investovaly prostředky na burze.

Zatímco kvantitativní výsledek privatizace a makroekonomické důsledky jsou převážně hodnoceny kladně, s jistými rozpaky jak itaľští tak zahraniční autoři pohlízejí na křížová vlastnictví bank a přítomnost nadací mezi hlavními akcionáři. Vyjdeme-li však z předpokladů institucionální ekonomie, můžeme dospět i k odlišným závěrům. Při pohledu na charakter italské ekonomiky – kulturněhistorické kořeny, z nich vyplývající nízké transakční náklady a přirozenou evoluci vlastnictví, fungující kapitálový trh a především výsledky privatizovaných bank – můžeme vnímat existující vlastnickou strukturu jako (ve střednědobém horizontu) optimální.

Seznam literatury

- Affinito M., Reviglio E.**, (1998), *Banche d'Italia*, Roma: Il Sole 24 Ore.
- Alchian A.**, (1965), *Some economics of property rights*, Il Politico.
- Ammannati L.** (ed.), (1995), *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche*, Bologna: Il Mulino.
- Amato G.**, (1994), *Un governo nella transizione. La mia esperienza di Presidente del Consiglio*, in Quaderni Costituzionali, 3.
- Angeloni I.**, (ed.) (1999), *Nuovi orizzonti per il sistema bancario italiano*, Bologna: Il Mulino.
- Avagliano L.**, (1991), *La mano invisibile in Italia: le vicende della finanziaria IRI*, Roma, Roma: La Cultura;
- Banca d'Italia**, *Relazione Annuale (Výroční zprávy)*
- Banca d'Italia**, (1994), *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali*, Roma: Banca d'Italia.
- Barca F.**, (1997) *Compromesso senza riforme nel capitalismo italiano*. In: Barca F. (ed.); Storia del capitalismo italiano, Roma: Donzelli;
- Barca F., Trento S.** (1997) *La parabola delle partecipazioni statali: una missione tradita*. In: Barca F. (ed.) Storia del capitalismo italiano, Roma: Donzelli ;
- Barucci P.**, (1992) *Programma di riordino di IRI, ENI, INA ed ENEL e di BNI ed IMI, trasmesso alla Presidenza del Consiglio il 16 novembre 1992 (Piano Barucci)*
- Boycko M., Shleifer A., Vishny R.W.**, (1996), *A theory of privatisation*, in: Economic Journal ,106.
- Ciampi C.A.**, (1995), *Dall'esperienza dello Sme al processo di Unione Monetaria Europea: vincoli e prospettive per la politica economica italiana*, in: Rivista di Politica Economica, 5.
- Ciocca P.**, (1991), *Banca Finanza Mercato*, Bologna: Il Mulino.
- Ciocca P.**, (2000), *La nuova finanza in Italia (1980-2000)*, Torino: Boringhieri.
- Coase R.**, (1937), *The nature of the firm*, Economica 4/16.
- Coase R.**, (1998) *The New Institutional Economics*, The American Economic Review 88.
- Costi R.**, (1994), *Ordinamento Bancario*, Bologna: Il Mulino;
- Decreto Legge (Zákon) 5.12. 1991, č. 386**
- D.L. 1.9.1993, č. 385**
- D.L. 11.7.1992, č. 333**
- D.L. 27. 9. 1993 č. 389**

- D.L.** 31.1. 1994 č. 75
- D.L.** 31.3. 1994 č. 216
- De Cecco M. e Ferri G.**, (1996), *Le banche d'affari in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- Demsetz H., Lehn K., (1985), *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, *Journal of Political Economy* 93/6.
- De Nardis S.**, (2000), *Le privatizzazioni italiane*, Bologna, Il Mulino;
- Direttiva** del Presidente del Consiglio, 30.6.1993
- Draghi M.**, (1995), *Il processo di riforma dell'ordinamento finanziario: dal Testo Unico bancario al Testo Unico della finanza*, in *Rivista Bancaria*, 9.
- Draghi M.**, (1997), *Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 del Prof. M. Draghi alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei deputati*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1.
- Einaudi L.**, (1993), *Le privatizzazioni bancarie in Francia: risultati, controllo e allocazione della proprietà*, in *Rivista di Politica Economica*, X.
- Einaudi M., Byé M. and Rossi E.**, (1955), *Nationalisation in France and Italy*, Ithaca New York, Cornell University Press.
- Estrin S., Pérotin V.**, (1991) *Does ownership always matter?* *International Journal of Industrial Organization* 9.
- Fazio A.**, (2000), *Competition, Growth and the Banking System, Address by the Governor of the Bank of Italy to the Conference Competition and the Antitrust Authority. A Review of the First Ten Years of the Law.*
- Ferguson P.R.**, (1992) *Privatization Options for Eastern Europe. The Irrelevance of Western Experience.* *The World Economy* 15/4
- Forestieri G. E Onada M.**, (1998), *Governo societario e imprese bancarie*, in *Banca Impresa e Società* 4.
- Fraquelli G., Fabbri P.**, (1998), *Prima e dopo la privatizzazione: un confronto tra imprese operanti in concorrenza*, in: *Economia e Politica Industriale*, č. 98.
- Gianola R.**, (1997), *L'illusione del mercato: il grande inganno delle privatizzazioni*, Bologna: Il Mulino.
- Gnudi P.**, (2001), *Le privatizzazioni dell'IRI: eredità di una cultura d'impresa*, in: *L'Industria*.
- Gnudi P.**, (2001), *Development of Italian Financial Market and the Opportunities for Foreign Investors*, Relazione presentata alla Nomura Securities, Tokyo.
- Goglio A.**, (2001), *Sectoral regulatory reform in Italy: Framework and implications*, OECD.

- Goldstein A., Nicoletti G.**, (1996), *Le privatizzazioni in Italia, 1992-1995: motivi, metodi e risultati*, in Monorchio A. (ed.) *La Finanza Pubblica dopo la Svolta del 1992*, Bologna: Il Mulino.
- Goldstein A.**, (1997), *Privatizzazioni, mercati e modelli di capitalismo: l'esperienza italiana in un confronto europeo*, in: Rapporto IRS sul mercato azionario, Milano: Il Sole 24 Ore.
- Goldstein A.**, (2003) *The privatization in Italy: Goals, institutions and income*. CEO Working Papers.
- Hanáková J.**, (2002), *Současný stav a vývoj ekonomiky Itálie se zaměřením na regionální problematiku*, Praha: VŠE (diplomová práce).
- Gramsci, A.**, (1987) *Il capitalismo nelle campagne*, Torino: Einaudi.
- Graziani, A.** (2000) *Lo sviluppo della economia italiana*, Bologna: Il Mulino
- Graziani, A.** (2004) *L'Economia italiana*. Přednášky na Fakultě ekonomie univerzity La Sapienza v LS 2003/2004.
- Guerrieri**, (2004), *La politica economica dell'Unione Europea*. Přednášky na Fakultě ekonomie univerzity La Sapienza v LS 2003/2004.
- Inzerillo U. e Messori M.**, (2000), *Le privatizzazioni bancarie in Italia*, Torino: Einaudi.
- Pokutová S.**, (1999), *Itálie a Evropská unie*, Praha: Univerzita Karlova. (Diplomová práce)
- Italsko-český slovník** (2001) Praha: Leda.
- Jaeger P.G.**, (1992), *Problemi attuali delle privatizzazioni in Italia*, in *Giurisprudenza Commerciale*.
- Kočandrlová A.**, (2004), *The italian electricity market : liberalisation lessons learnt?* Praha: Univerzita Karlova
- Kouba K., Vychodil Ovy., Roberts J., (2004) *Privatizace bez kapitálu*. Praha: IES FSV UK.
- Krusich C., Lotti A., Rossi M.**, (1998), *Le privatizzazioni italiane – una analisi*. In *Studi e Note di Economia 1*
- Kvapilová P.** (2000) *Itálie v procesu evropské měnové integrace. Hospodářská politika vlády Lamberta Diniho a Romana Prodiho v letech 1995 – 1998.*, Praha: Univerzita Karlova. (Diplomová práce)
- Lukaj B., Votruba J.**, (2000) *Koncerny IRI a ENI. Evropské zkušenosti s rozvojem tržního hospodářství*, Praha.
- Lutz V.**, (1962), *Italy, a study in economic development*, Oxford University Press, London
- Macchiati A.**, (1996), *Privatizzazioni*, Roma: Donzelli Editore.
- Macchiati A.**, (1999), *Breve storia delle privatizzazioni in Italia: 1992-1999*, in *Concorrenza e Mercato*.

- Malgarini M.**, (2000), *Le privatizzazioni in Italia negli anni novanta: una quantificazione*, in: De Nardis (2000).
- Marchetti P.** (ed.), (1995), *Le privatizzazioni in Italia: saggi e documenti*, Milano:Giuffrè.
- Masera R.**, (1996), *Le privatizzazioni in Italia*, in: Saggi di Finanza – L'integrazione monetaria e finanziaria dell'Italia in Europa, Milano: Il Sole 24-Ore Libri.
- Mejstřík, M.** (1997), *The Privatization Process in East-Central Europe*. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Monorchio A.**, (ed.), (1996), *La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992*, Bologna: Il Mulino;
- Monti M.**, (1993), *Tra efficienza e solidarietà*, in: Economia e Politica Industriale, 80
- Mottura P.**, (1994), *Il sistema bancario italiano: linee fondamentali di evoluzione dal 1945 al 1994*, in: Banca Impresa Società, 2.
- Murrell P.**, (1992) *Conservative political philosophy and the strategy of economic transition*, East European Politics and Societies 6/1.
- Niada M.**, (1993), *Le privatizzazioni degli altri: L'Italia e l'esperienza estera*. Milano: Il Sole 24-Ore Libri.
- North D. C.**, (1990) *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- OECD**, (1998), *Comparative Overview of Privatization Policies and Institutions in OECD Member Countries, Paris*
- Padoa-Schioppa T.**, (1992), *Un modello strategico per le privatizzazioni*, Bologna: Il Mulino.
- Palmieri E.**, (2000), *Privatizzazioni e mercati finanziari*, Roma.
- Preda S., Giorgino M.** (1995) *Finalità e modalità delle privatizzazioni: analisi dell'esperienza nel settore bancario*. In: Economia e politica industriale, (ed. Sergio Vacca)
- Půlpán K.**, (2000), *Hospodářské dějiny zemí západní Evropy*. Skripta FSV UK, Praha 2000
- Preda S., Ruozi R., Baronio F., Giorgino M.**, (1993) *Le privatizzazioni in Italia. Aspetti strategici, economici e finanziari*, Roma: Edibank.
- Prodi R.**, (1992), *Un modello strategico per le privatizzazioni*, Bologna: Il Mulino.
- Sappington D.E., Stiglitz J.E.**, (1987), *Privatization, information and incentives*, in: Journal of Policy Analysis and Management.
- Sarcinelli M.**, (1997), *Capitalismo Mercati Banche. Esiste una via finanziaria, bancaria, imprenditoria per accelerare la trasformazione dell'Italia?* Milano: Edizioni Angelo Guerini Associati.

Siglianti S., (1996), *Una privatizzazione molto privata: il caso Comit*, Milano: Mondadori.

Siniscalco D., Bortolotti B., Fantini M. e Vitalini S., (1999), *Privatizzazioni difficili*, Bologna, Il Mulino.

Součková J., (2002), *Strukturální fondy, jejich význam a využití v Itálii*; Praha: Univerzita Karlova.

Wise M., (2000), *Background report on the role of competition policy in regulatory reform*, OECD

Zanetti G. e Alzona G., (1998), *Capire le privatizzazioni*, Bologna Il Sole-24 Ore.

IRI,(2001) *Le privatizzazione in Italia 1992 – 2000*, Roma: IRI.

www.bancaditalia.it

www.consob.it

www.borsaitalia.it

www.tesoro.it

Příloha 1 – Hlavní privatizace

Hlavní privatizace v Itálii v letech 1993 - 2002

	společnost	způsob privatizace	priv. podíl v %	cena v mil. euro
1993	Italgel	private agreement	62,12	223
	Cirio-Bertolli-DeRica	private agreement	62,12	160
	Credito Italiano (IRI)	veřejná nabídka	58,09	930
	SIV	aukce	100	108
celkem za rok				1 422
1994	IMI - 1. tranše	veřejná nabídka	32,89	927
	Comit (IRI)	veřejná nabídka	54,35	1 493
	Nuovo Pignone (ENI)	Aukce	69,33	361
	INA - 1. tranše	veřejná nabídka	47,25	2 340
	Acciai Speciali Terni	private agreement	100	322
	SME -1. tranše	private agreement	32	373
celkem za rok				6 377
1995	Italtel	aukce	40	516
	Ilva Laminati	private agreement	100	1 298
	Enichem Augusta (ENI)	aukce	70	155
	IMI - 2. tranše	private agreement	19,03	472
	SME - 2. tranše	akc. nabídka převzetí	14,91	176
	INA - 2. tranše	přímý prodej	18,37	871
	ENI - 1. tranše	veřejná nabídka	15	3 253
	ISE	aukce	73,96	191
celkem za rok				7 106
1996	Dalmine	aukce	84,08	156
	Nuova Tirrena	aukce	91,14	283
	SME - 3. tranše	převzetí	15,21	62
	INA - 3. tranše	konverze bondů	31,08	2 169
	IMI - 3. tranše	veřejná nabídka	6,94	259
	ENI - 2. tranše	veřejná nabídka	15,82	4582
celkem za rok				7 742
1997	ENI - 3. tranše	veřejná nabídka	17,6	6 833
	Aeroporti di Roma	veřejná nabídka	45	307
	Telecom Italia	investoři + v.n.	39,54	11 818
	SEAT editoria	investoři + v.n.	61,27	854
	Banca di Roma	v. n. a bondy	36,5	980
celkem za rok				20 940
1998	SAIPEM (ENI)	veřejná nabídka	18,75	589
	ENI - 4. tranše	veřejná nabídka	14,83	6 711
	BNL	veřejná nabídka	67,85	3 464
celkem za rok				10 764
1999	ENEL	veřejná nabídka	31,7	16 550
	Autostrade	aukce + v.n.	82,4	6 722
	Mediocredito centrale	aukce	100	2 037
celkem za rok				25 382
2000	Aeroporti di Roma	přímý prodej	51,2	1 327
	Finmeccanica	veřejná nabídka	43,7	5 506
	COFIRI	přímý prodej	100	504
	Banco di Napoli	tendr	16,2	493
celkem za rok				7 933
2001	ENI - 5. tranše	block building	5	2 721
celkem za rok				2 907
2002	Telecom Italia	umístění s institucemi	3,5	1 400
celkem za rok				1 498
celkem 1993 - 2000				92 072

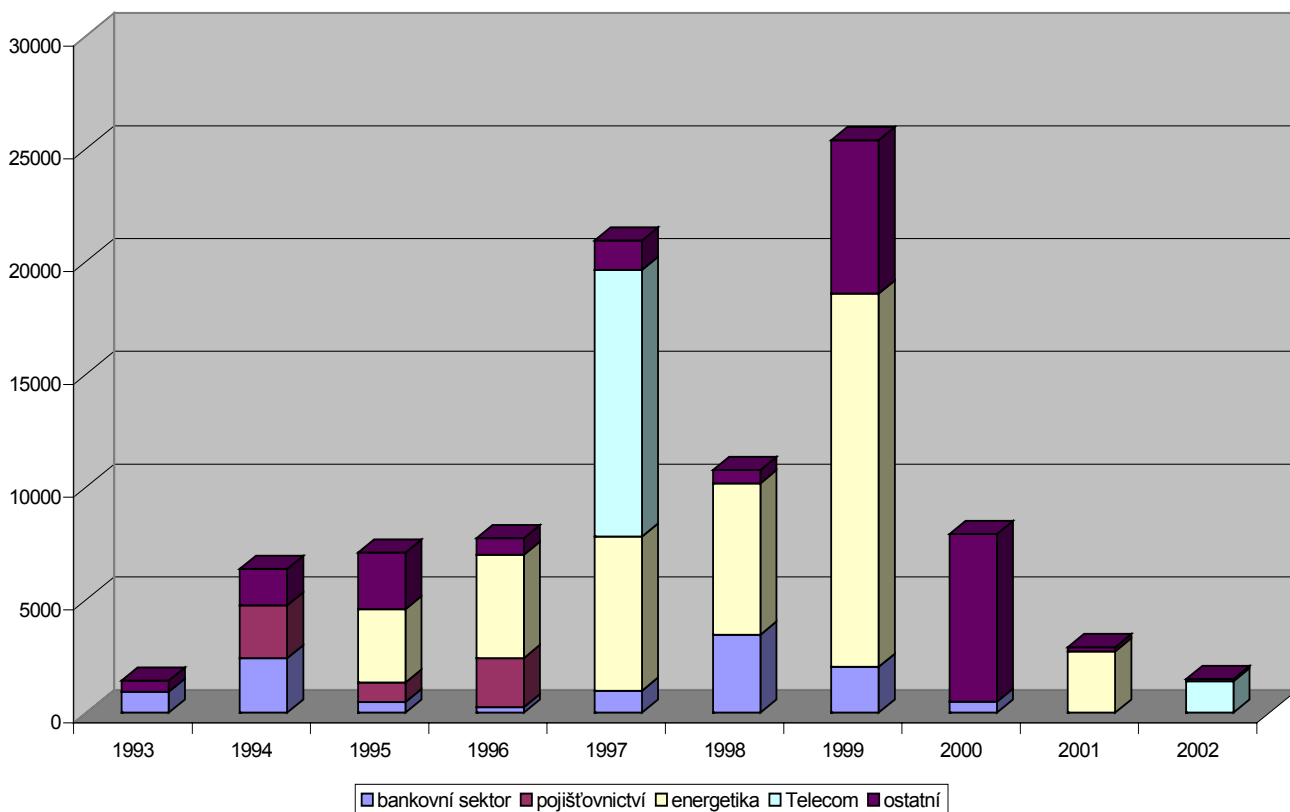
Příloha 2 – Objem privatizace

Privatizace IRI v mil. Euro

	tržba	objem postoupených dluhů	celkem
1992	369	169	538
1993	1423	1	1424
1994	2294	346	2640
1995	1782	795	2577
1996	638	535	1174
1997	13158	7293	20451
1998	842	671	1513
1999	6897	1794	8691
2000	7386	1178	8564

Zdroj: IRI (2001)

Výnosy privatizace v mil. euro



Zdroj: Goldstein (2003), vlastní výpočty

Příloha 3 – Italská burza

Hlavní indikátory Italské burzy

	Kotované společnosti	Kapitalizace (mil. euro)	% HDP
1975	154	3 835	5,4
1976	156	3 612	4
1977	156	2 774	2,5
1978	171	6 085	4,6
1979	173	8 269	5,2
1980	169	18 228	9,1
1981	177	23 562	9,8
1982	184	18 619	6,6
1983	185	22 592	6,9
1984	192	28 965	7,7
1985	196	54 786	13,1
1986	234	103 408	22,2
1987	260	77 950	15,3
1988	262	96 659	17,1
1989	270	118 064	19,1
1990	266	94 333	13,8
1991	272	99 081	13,3
1992	266	95 861	12,2
1993	259	128 470	15,9
1994	260	155 811	18,2
1995	254	171 668	18,6
1996	248	202 732	20,6
1997	239	314 720	30,7
1998	243	485 187	45,2
1999	270	726 566	65,6
2000	297	818 384	70,2
2001	294	592 319	48,6
2002	295	457 992	36,3
2003	279	487 446	37,5
2004	278	550 593	40,9

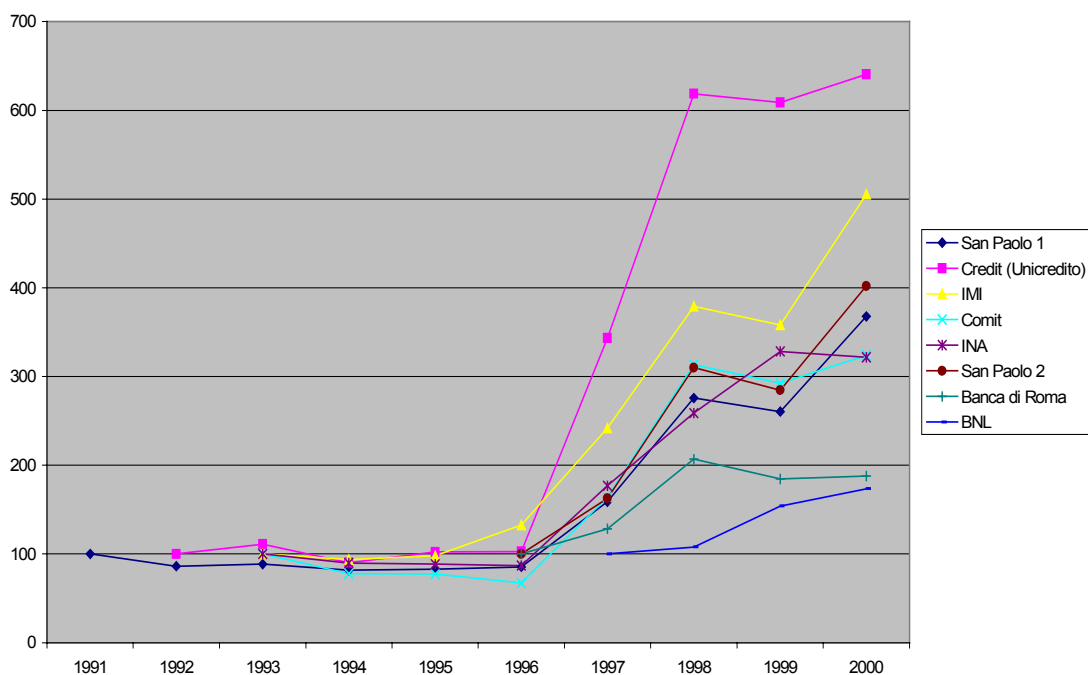
2004: údaje do listopadu, HDP odhad
zdroj: *Borsa Italiana*

Kapitalizace bank kotovaných na Italské burze k 30.11.2004

	mil. euro	% trhu
BANCA INTESA	22 446	4,17
MONTE PASCHI	6 020	1,12
BNL	4 120	0,76
CAPITALIA	6 517	1,21
GENERALI	29 628	5,5
MEDIOBANCA	8 494	1,58
SANPAOLO IMI	15 254	2,83
UNICREDITO	26 336	4,89

všechny sledované banky jsou v segmentu blue chip
zdroj: Borsa Italiana

Výnosnost akcií privatizovaných bank v letech 1992-2000 v %

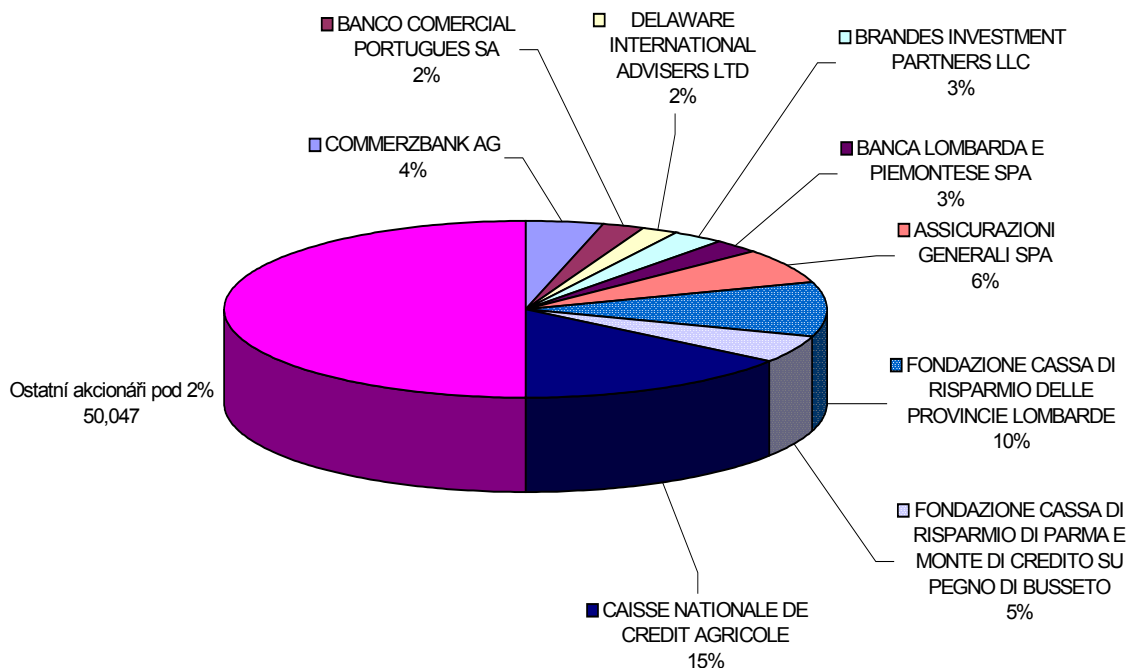


Zdroj: Borsa Italiana

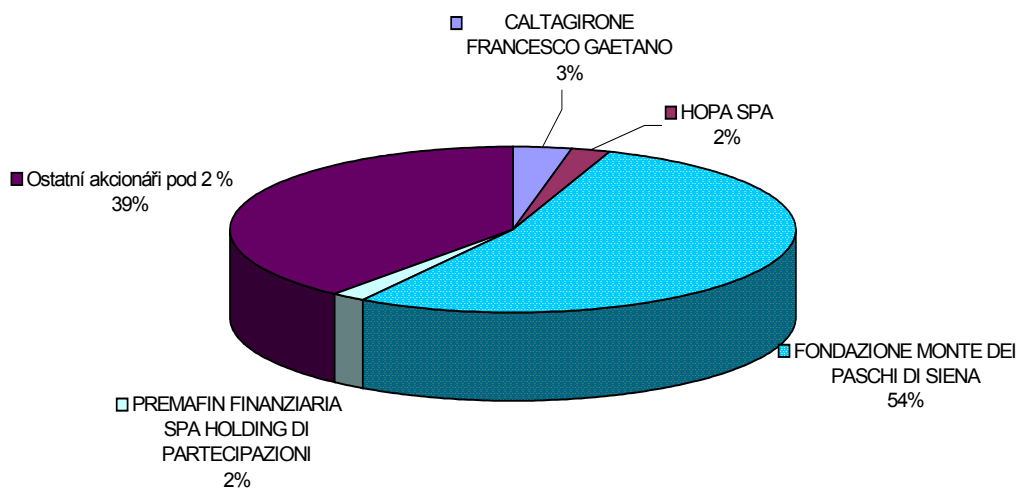
Příloha 4 – Vlastnická struktura bank: leden 2005

Zdroj Přílohy 4: www.consob.cz

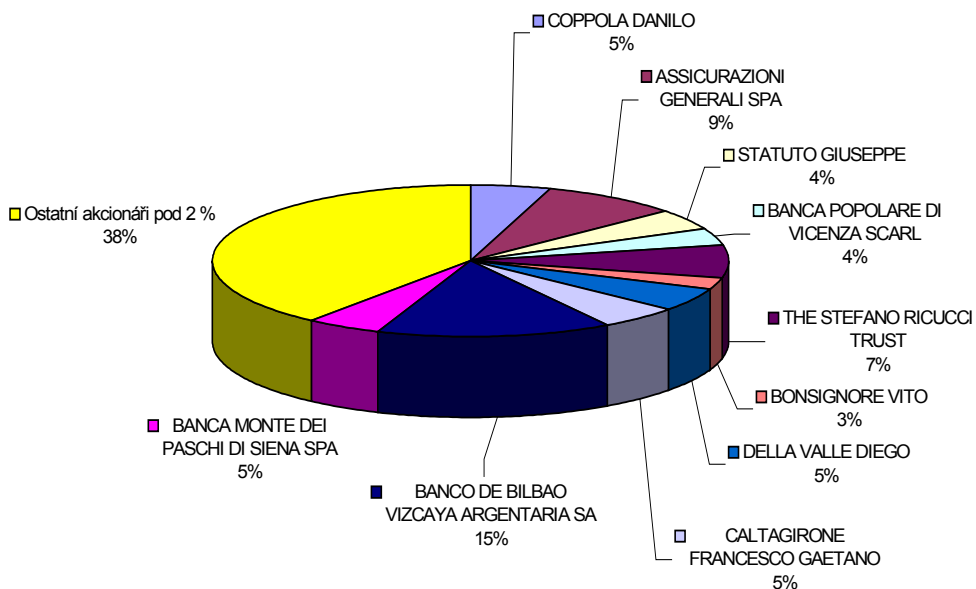
BANCA INTESA SPA



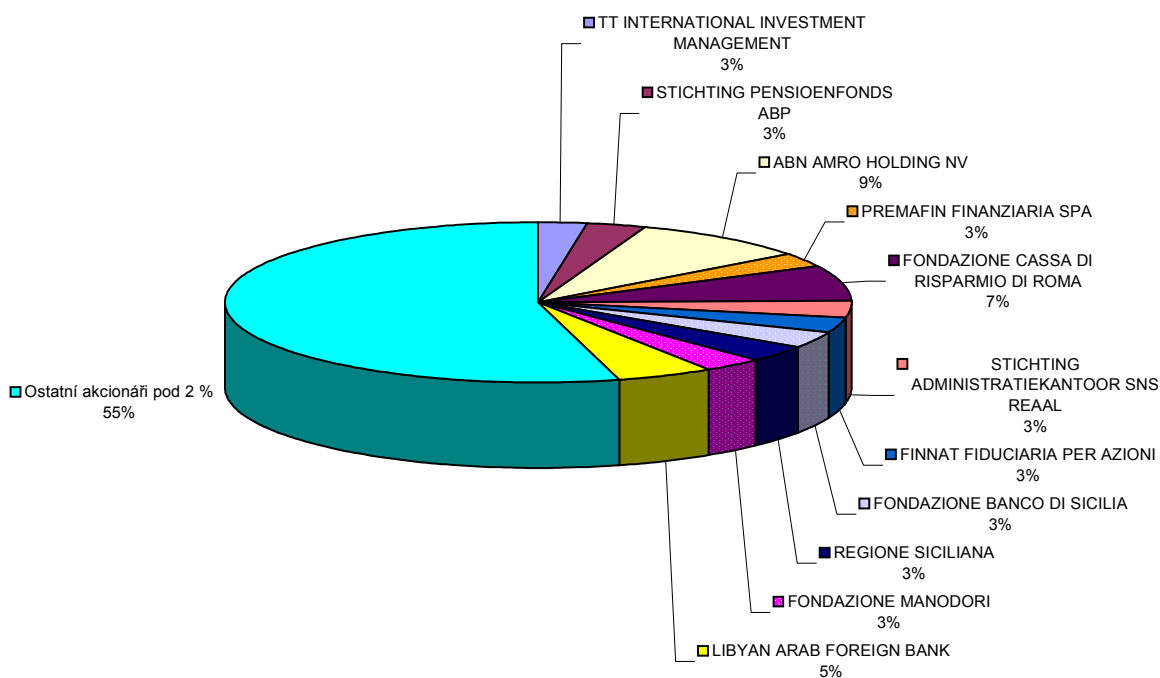
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA SPA



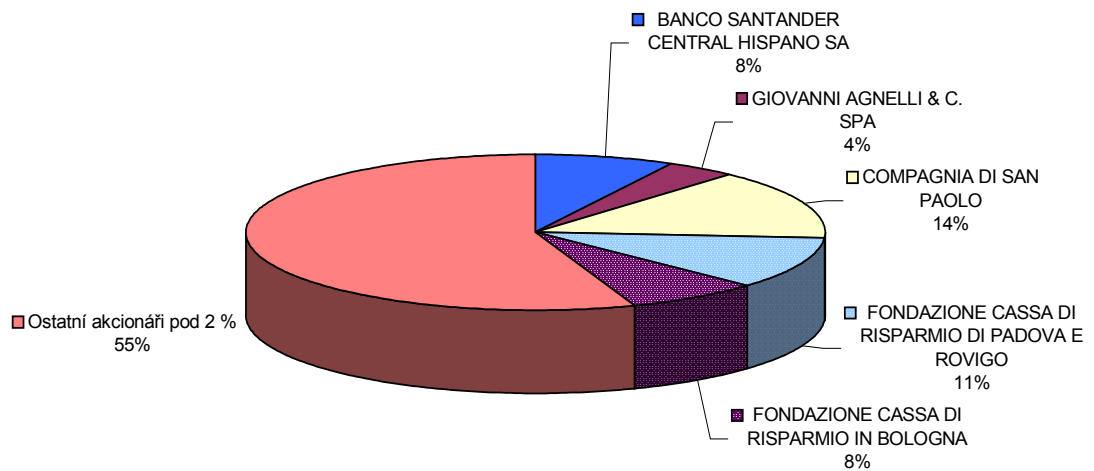
BANCA NAZIONALE DEL LAVORO SPA



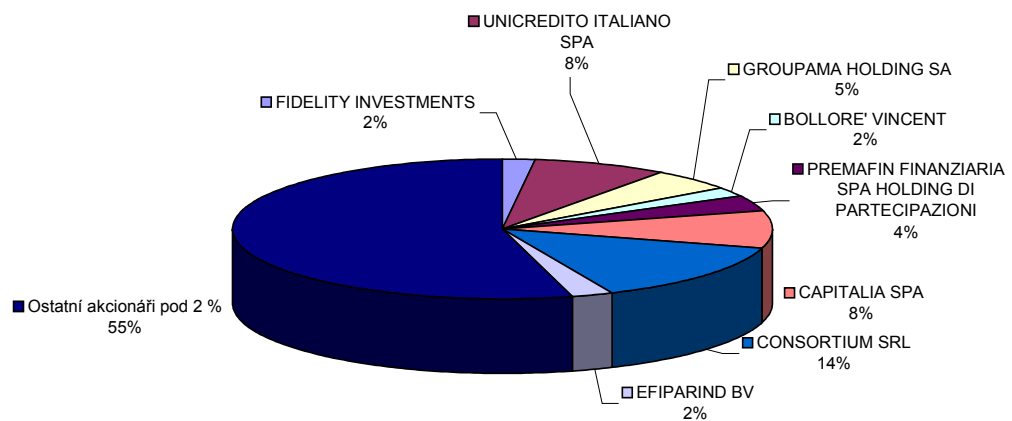
CAPITALIA SPA



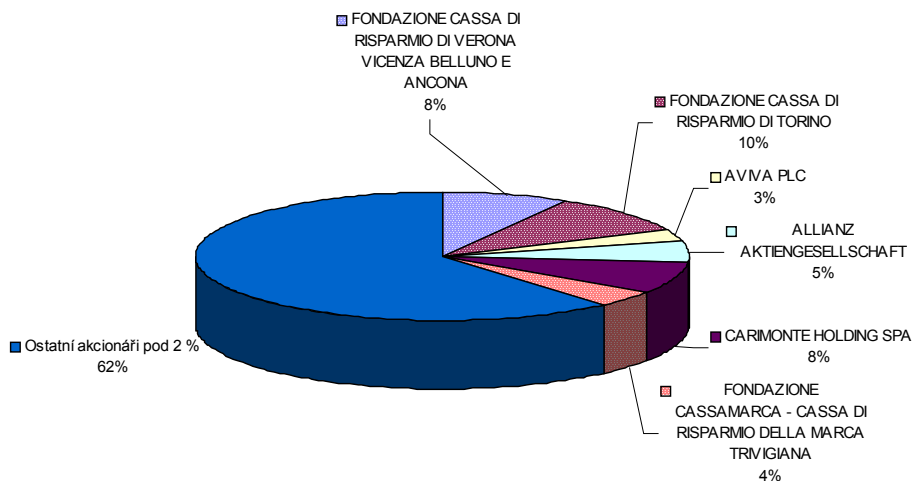
SAN PAOLO IMI SPA



MEDIOBANCA SPA



UNICREDITO ITALIANO SPA



Příloha 5 - Negativní jevy italského finančního sektoru

Parmalat

Případ společnosti Parmalat je jedním z největších finančních skandálů posledních let (vedle amerického Enronu či dánského Royal Ahold). Společnost Parmalat byla největším italským výrobcem potravin a osmou největší italskou společností s 1,5% podílem na HDP země.

24.12. 2003 byla na Parmalat SpA uvalena nucená správa, 29.12. byla společnost prohlášena insolventní v důsledku 9 mld euro, které nebyla schopna vyúčtovat. Calisto Tanzi, ředitel a zakladatel společnosti Parmalat Finanziaria SpA, (která byla vytvořena v 80. letech transformací z rodinného podniku Calisto Tanzi a synové), byl zatčen bezprostředně po vyhlášení bankrotu a je vyšetřován za zpronevěru 800 mil. euro, které nezákonně převedl do svých rodinných podniků.

Již během roku 2003 se stávaly finanční problémy společnosti stále viditelnějšími - v listopadu Parmalat oznámil dluh ve výši 7 mld euro, ještě v listopadu oznámil kajmanský fond Epicurum svou neschopnost splatit Parmalatu 600 mil. euro (tou dobou nebylo ještě veřejně známo, že je fond ve skutečnosti vlastněn Parmalatem) a vše završilo prosincové oznámení Bank of America, která popřela existenci účtů v hodnotě 4,9 mld \$ (mělo se jednat o účty dceřinné společnosti Parmalatu registrované na Kajmanských ostrovech, Bonloat Financing Corp.)

Zprávy odstartovaly velmi rychlý pád akcií, které se z 2,78 euro (3.11.2003) dostaly na 0,11 euro (22.12. 2003), 29.12. byly akcie z trhu vyloučeny.

Dnes je evidentní, že Parmalat, stejně jako Enron v USA, používal zahraniční společnosti ke skrývání svých ztrát (jednalo se nejen o kajmanské společnosti, ale také holandské a lucemburské). Rolí v případě Parmalat sehrála také auditorská firma Grant Thornton International, která včas neupozornila na finanční problémy skupiny, a hlavní auditorská firma Parmalatu - Deloitte & Touche, jejíž italská auditori, Adolfo Mamoli a Giuseppe Rovelli, byli následně vyšetřováni kvůli podezření ze spolupráce na manipulaci trhu a vytváření falešných prohlášení. (Adolfo Mamoli byl nejen auditorem Deloitte, ale dokonce čelním představitelem italské asociace auditorů).

Ani italské banky se nevyhnuly vyšetřování ohledně zodpovědnosti za napomáhání v uzavírání podvodných finančních dohod. Vyšetřovány byly banky Capitalia SpA, Banca Intesa SpA, Sanpaolo IMI SpA, Banca Monte del Paschi di Siena SpA a UniCredito Italiano SpA. Další podezření padá na americkou banku Bank of America.

- www.borsitalia.it
- www.caymannetnews.com
- www.parmalat.com

Případ Union banka

Zdařilá akvizice Živnostenské banky Unicreditem není jediným případem italské finanční investice v ČR. Druhý případ, koupě Union Banky společností Invesmart, nebyl zdaleka tak úspěšný.

Invesmart B.V. je investiční společnost registrovaná nejprve v Itálii, posléze v Nizozemí, jejímž hlavním akcionářem je italský občan Paolo Catalfamo, který je mj. jeden z ředitelů AmCham Italy (American Chamber of Commerce). V Itálii spolupracuje s významnou rodinou Barilla, vlastníci známého stejnojmenného výrobce potravin. Pro vstup do Union banky původně zamýšlel založit konsorcium s credit Suisse First Boston, Unicredito, Banca San Paolo, tento plán ale nevyšel. Na rozdíl od Unicredita je Invesmart v Itálii společnost okrajová, která podle dostupných informací nepůsobí jako banka, ale jen jako investiční společnost. V Itálii je také kritizována za netransparentní přesunutí sídla do Nizozemí (www.axiaonline.it).

Invesmart se stal většinovým vlastníkem Union Group a Union banky v červnu 2002 a Česká národní banka pak v listopadu tuto transakci povolila. Ještě v listopadu se Invesmart stal dlužníkem Union banky tím, že převzal tzv. speciální úvěry, které banka poskytla spřízněným firmám. Jako protihodnotu získal akciové podíly Union banky a Union Group. Invesmart však odmítl tyto převzaté úvěry zaplatit s tvrzením, že jsou v rozporu s českým právem. Navíc se Invesmart rozhodl načítovat ministerstvu financí 65 mil. korun za náklady, jež vynaložil na vstup do Union banky. Tento požadavek přitom vznesl, aniž by vůbec uvažoval o zaplacení získaného vlastnického podílu.

V únoru 2003 byla Union banka z důvodu nedostatku likvidity donucena uzavřít své pobočky; Česká národní banka poté poslala Union banku do likvidace, posléze byl na ni vyhlášen konkurs. V srpnu 2003 pak Invesmart a Paolo Catalfamo oznámili, že proti České republice zahájili dvě arbitrážní řízení. Invesmart tvrdí, že není dlužníkem, ale že je přitom akcionářem. Zaplacení třímiliardového dluhu Invesmartu by zvýšilo sumu v konkursní podstatě Union banky na zhruba devět miliard korun.

Vzhledem k tomu, že Invesmart odmítal uznat své dluhy vůči zkrachovalé Union Bance, podala na něj konkursní správkyňe Union Banky návrh na konkurs v Nizozemí, kde má Invesmart sídlo. Den předtím naopak podal Invesmart u městského soudu v Praze 21 žalob, z toho jednu na ČR.

V případě figuruje i záhadný únos Giuseppe Roselliho, předsedy představenstva Union Group za Invesmart, v roce 2003. Ve prospěch Invesmartu lobbboval v dubnu 2004 proti českému státu u Evropské komise italský poslanec Evropského parlamentu Marco Formentini.

- www.financninoviny.cz
- www.axiaonline.it
- www.banky.cz
- www.informest.it