



**OSSERVATORIO
ITALIANO SULLE
PARTECIPATE
PUBBLICHE**



INIZIATIVA
Finanza e innovazione

IL RISCHIO DI INSOLVENZA DELLE SOCIETÀ PARTECIPATE E I POSSIBILI STRUMENTI DI PREVENZIONE

Gennaio 2021

Sommario

1. Il dibattito sulla fallibilità delle società pubbliche.....	1
2. La fallibilità delle società partecipate alla luce dei recenti interventi normativi	3
3. Il ruolo delle privatizzazioni.....	5
4. Gli strumenti economico-finanziari da attivare per evitare il fallimento	8
5. Bibliografia.....	9

1. Il dibattito sulla fallibilità delle società pubbliche

Il tema dell'insolvenza delle società a controllo pubblico, che per anni è stato elemento di discussione per la giurisprudenza e la dottrina, sembra aver ormai trovato una soluzione definitiva. Il problema è sorto contestualmente all'emanazione della Legge Fallimentare poiché, ai sensi dell'articolo 1 della stessa **“sono soggetti alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo gli imprenditori che esercitano un'attività commerciale, esclusi gli enti pubblici”**.

Secondo una definizione generale, l'ente pubblico si configura come un complesso organizzato di persone e cose che, per mezzo della sua struttura, persegue il fine dell'esercizio dell'attività amministrativa. Al di là di questa definizione, l'individuazione di ciò che caratterizza la natura pubblica di un ente è costante oggetto di studio da parte della dottrina, che ha elaborato nel tempo diversi parametri distintivi, sebbene rivelatisi spesso poco esaustivi.

Anche la giurisprudenza ha contribuito ad enucleare alcuni elementi distintivi della natura pubblica dell'ente, attraverso l'elaborazione di criteri di riconoscibilità, tra cui si ricordano: la titolarità di poteri decisori; l'istituzione da parte dello Stato o di altro ente pubblico; l'assoggettamento al controllo o all'ingerenza dello Stato; la fruizione di agevolazioni o di privilegi tipici delle amministrazioni statali; il riconoscimento della cosiddetta operatività necessaria (ossia il divieto di rimettere ad un soggetto terzo lo svolgimento dei compiti attribuiti all'ente).

Nonostante le varie definizioni e orientamenti della dottrina e della giurisprudenza, non è stato ancora esplicitato dal legislatore se nella nozione di enti pubblici rientrano o meno anche le società partecipate, generando l'annoso dibattito circa la fallibilità delle stes-

se. La mancanza prolungata di una disciplina di riferimento, risolta solo da pochi anni, ha favorito la creazione di due orientamenti diversi.

L'indirizzo che sostiene la **“non assoggettabilità” a fallimento delle società partecipate** trova la sua base nella sentenza della Corte di Appello di Torino del 15 Febbraio 2010, in cui è riportato che *“le società partecipate pubbliche e ancor di più quelle in house sono caratterizzate da una parziale o totale assenza di potere decisionale in conseguenza dell'assoggettamento dei loro organi al potere gerarchico dell'ente pubblico titolare della partecipazione sociale”*.

Su queste premesse, la Corte ha affermato che tali società non si collocano come società esterne all'ente pubblico, piuttosto come una propria articolazione interna. In altri termini, si tratterebbe di una *longa manus* della pubblica amministrazione e, nel caso specifico delle società in house, *“l'ente non può ritenersi terzo rispetto all'amministrazione controllante, ma deve considerarsi come uno dei servizi propri dell'amministrazione stessa”*. La Corte conclude che tali società hanno solo la forma esteriore ma nella realtà sono delle articolazioni della pubblica amministrazione e in quanto tali non possono essere assoggettate al fallimento.

Sulla stessa linea si era orientato il **Consiglio di Stato** (31 gennaio 2006, n. 308) che aveva imposto alle società partecipate il possesso di specifici requisiti affinché potessero beneficiare dell'esenzione dal fallimento: **esclusiva titolarità pubblica del capitale sociale, limiti statutari all'autonomia degli organi societari, nomina degli amministratori da parte di organi promananti direttamente dallo Stato, erogazione pubblica di risorse finanziarie**.

Allo stesso anno, il 2006, può essere ricondotto il primo intervento giurisprudenziale dalla visione opposta, cioè orientato a **considerare “fallibili le società partecipate” alla stregua degli altri organismi di diritto priva-**

to. Le Sezioni Unite della S.C. di Cassazione, con la sentenza n. 17287, sancirono il principio secondo la quale la partecipazione dello Stato non snatura la struttura giuridica privatistica delle società per azioni, ne può alterarne le regole di funzionamento, in quanto non ha introdotto un nuovo tipo sociale, bensì delle deroghe alla disciplina delle società per azioni. Secondo la Cassazione, solo un provvedimento legislativo ad hoc avrebbe potuto modificare la struttura giuridica di una particolare S.p.A., introducendo una deroga al diritto societario contenuto nel codice civile. L'atto legislativo, richiesto dalla Cassazione, avrebbe dovuto indicare espressamente la natura pubblica di una specifica società, indicando la denominazione, lo scopo e la necessaria proprietà di un soggetto pubblico per una quota almeno maggioritaria.

In assenza di un tale atto legislativo la Sentenza in esame conclude che le società a partecipazione pubblica, nonostante siano assoggettate sia a regole analoghe a quelle applicabili ai soggetti pubblici sia alle normali regole privatistiche ai fini dell'organizzazione e del funzionamento, sono fallibili e in quanto tali si assumono i rischi connessi all'insolvenza, pena la violazione dei principi di uguaglianza e di affidamento dei soggetti che con esse entrano in rapporto. **La Suprema Corte ribadisce, in sintesi, che l'art. 1 della Legge Fallimentare esclude dalla concorsualità gli enti pubblici ma non le società pubbliche, per le quali trovano applicazione le norme del codice civile sul fallimento, sul concordato preventivo e sull'amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi.**"

In ultimo, nella Sentenza n. 17279 del 2 luglio 2018, Sezione Prima Civile, i giudici della Cassazione hanno ribadito l'irrelevanza di ogni indagine in ordine alla natura in house o meno della società controllata da un ente pubblico, dal momento che "la scelta del legislatore di consentire l'esercizio di determinate attività a

società di capitali - e dunque di perseguire l'interesse pubblico attraverso lo strumento privatistico - comporta che queste assumano i rischi connessi alla loro insolvenza", essendo loro applicabile l'art. 2221 del codice civile.

I più recenti interventi normativi, ossia il "Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica" (d.lgs. 175/2016) e il "Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza" (d.lgs. 14/2019), hanno posto definitivamente fine al dibattito.

2. La fallibilità delle società partecipate alla luce dei recenti interventi normativi

Il tema della fallibilità delle società partecipate ha acquisito stabilità con l'introduzione della cosiddetta **Riforma Madia** della Pubblica Amministrazione. Il **decreto legislativo 175 del 2016**, recante il **"Testo Unico in materia di società a partecipazione pubblica"** (TUSP), emesso in ottemperanza alla **legge 7 agosto 2015 n. 124** (*"Deleghe al Governo in materia di riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche"*), pone infatti fine all'annosa questione di cui al paragrafo precedente.

L'art. 14, comma 1 del TUSP, infatti definisce in modo inequivocabile **le misure attivabili nella fase di crisi di una società partecipata**, tanto da far ritenere in buona parte superate le questioni relative alla fallibilità. Il tenore della disposizione contenuta nel primo comma è al riguardo estremamente chiaro: **"Le società a partecipazione pubblica sono soggette alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo, nonché, ove ne ricorrano i presupposti, a quelle in materia di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza di cui al decreto legislativo 8 luglio 1999, n. 270, e al decreto-legge 23 dicembre 2003, n. 347, convertito, con modificazioni, dalla legge 18 febbraio 2004, n. 39"**. In altre parole, **le società a partecipazione pubblica dunque non dispongono di alcun margine di esenzione dalle procedure concorsuali**, se non quelli già previsti per le società di diritto privato dalla legge fallimentare, risultando così pienamente applicabili anche alle prime il fallimento, il concordato preventivo e la procedura di amministrazione straordinaria delle grandi imprese in stato di insolvenza.

L'unica differenza rispetto alla normativa prevista per le imprese private è legata all'esigenza di salvaguardare la continuità nel-

la prestazione di servizi di pubblico interesse, a fronte di gravi pericoli per la sicurezza pubblica, l'ordine pubblico e la sanità. In questi casi, infatti su richiesta della amministrazione interessata, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su proposta del Ministro dell'Economia e delle Finanze, di concerto con gli altri Ministri competenti e soggetto a registrazione della Corte dei Conti, **le amministrazione possono sottoscrivere aumenti di capitale, effettuare trasferimenti straordinari, aperture di credito, e rilasciare garanzie a favore delle società partecipate in stato di crisi, in deroga alla disciplina ordinaria**.

Il TUSP, inoltre, fornisce alle società partecipate le disposizioni necessarie da attuare per prevenire lo stato di insolvenza. Secondo l'articolo 6 comma 2, infatti, le società a controllo pubblico devono predisporre "specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale" e, qualora da questi programmi dovessero emergere uno o più indicatori di crisi aziendale, **"l'organo amministrativo della società a controllo pubblico adotta senza indugio i provvedimenti necessari al fine di prevenire l'aggravamento della crisi, di correggerne gli effetti ed eliminarne le cause, attraverso un idoneo piano di risanamento"** (art. 14, comma 2, TUSP).

"Oltre a sancire in modo definitivo il concetto di fallibilità delle società pubbliche, il TUSP fornisce anche, seppure in maniera indiretta, i parametri per orientare la gestione delle stesse ed evitare le situazioni di crisi che potrebbero generare i presupposti della procedura concorsuale. In particolare, l'articolo 20 stabilisce che le PA **"effettuano annualmente, con proprio provvedimento, un'analisi dell'assetto complessivo delle società in cui detengono partecipazioni, dirette o indirette, predisponendo, ove ricorrano i presupposti, un piano di riassetto per la loro razionalizzazione, fusione o soppressione, anche mediante messa in liquidazione o cessione"**. I presuppo-

sti per l'obbligo alla predisposizione dei piani sono indicati al comma 2:

- a. partecipazioni societarie che non rientrino in alcuna delle categorie di cui all'articolo 4 del TUSP (*"Finalità perseguibili mediante l'acquisizione e la gestione di partecipazioni pubbliche"*);
- b. società che risultino prive di dipendenti o abbiano un numero di amministratori superiore a quello dei dipendenti;
- c. partecipazioni in società che svolgono attività analoghe o simili a quelle svolte da altre società partecipate o da enti pubblici strumentali;
- d. partecipazioni in società che, nel triennio precedente, abbiano conseguito un fatturato medio non superiore a un milione di euro;
- e. partecipazioni in società diverse da quelle costituite per la gestione di un servizio d'interesse generale che abbiano prodotto un risultato negativo per quattro dei cinque esercizi precedenti;
- f. necessità di contenimento dei costi di funzionamento;
- g. necessità di aggregazione di società aventi ad oggetto le attività consentite all'art. 4.

Considerando che la ratio sottostante l'emanazione dell'articolo 20 risiede nel frenare il livello di indebitamento delle casse pubbliche, che nel caso delle società partecipate è legato alla copertura delle inefficienze gestionali e alle perdite da coprire, è lecito assimilare i parametri identificati dall'articolo ad un *vademecum* utile a distinguere un'azienda sana da una in difficoltà, ed in quanto tale potenzialmente in grado di entrare nel campo di applicazione dell'articolo 14 del Testo Unico.

In aggiunta alle disposizioni, di per sé molto chiare, contenute nel Testo Unico, ogni dubbio è stato definitivamente sciolto alla luce della pubblicazione, nella Gazzetta Ufficiale n. 38 del 14 febbraio 2019, del **Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza** (Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14). Con il nuovo Codice il legislatore **include esplicitamente le società pubbliche tra quelle rientranti nel suo ambito di applicazione** (art.1, comma 1), ritenendole pacificamente assoggettabili al fallimento ed alla procedura di concordato preventivo.

3. Il ruolo delle privatizzazioni

Tra i tanti strumenti potenzialmente in grado di migliorare le performance delle società partecipate e di portare le stesse fuori da una situazione di difficoltà e/o crisi, **la privatizzazione** assume sicuramente un ruolo di primo piano.

Il processo di privatizzazione delle imprese pubbliche in Italia ha inizio nel 1992, per porre freno ad una lunga tradizione di forte intervento dello Stato nell'economia del Paese. Alla fine degli anni '80, le partecipazioni pubbliche abbracciavano tutti i rami dell'attività economica, ed in particolare nei settori delle infrastrutture, delle *utilities*, degli idrocarburi, dell'acciaio, manifatturiero, bancario e assicurativo. Nel 1991, 12 su 20 delle più grandi società per fatturato e un terzo delle prime 50 società erano esclusivamente in mano pubblica. **L'Italia risultava essere al primo posto in Europa in termini di contributo al valore aggiunto, all'occupazione ed agli investimenti del settore delle partecipate statali.** Le performance finanziarie e operative di queste società, generalmente inferiori rispetto a quelle delle imprese private, cominciarono a peggiorare alla fine degli anni '80 ed ebbero un calo drastico all'inizio degli anni '90. Alla fine del 1991, il fatturato complessivo di IRI, ENI ed ENEL (le tre principali holding, che detenevano la maggior parte delle partecipazioni pubbliche) era di 156 mila miliardi di lire e il risultato netto, comprendendo le quote di interesse di terzi, era di poco superiore ai 1.000 miliardi (nell'IRI era negativo per 370 miliardi). I debiti finanziari lordi superavano i 115 mila miliardi, a fronte di un patrimonio netto di circa 74 mila.

La situazione si aggravò negli anni successivi in linea con le turbolenze economiche in cui versava il Paese, quai: mercato dei capitali inferiore, per dimensione, spessore e liquidità,

alla media europea, situazione della finanza pubblica deteriorata (lo spread tra i titoli di stato italiani e quelli degli altri principali paesi europei era già alto), industria pubblica caratterizzata da situazioni di dissesti, crisi politico-istituzionale ("Tangentopoli" avrebbe di lì a poco travolto il Paese). Insieme a questi fattori endogeni, un impulso determinante al processo di privatizzazione arrivò dall'Europa. Oltre all'effetto indiretto generato dalla pressione sul risanamento della finanza pubblica imposto dal **Trattato di Maastricht**, c'è da considerare l'effetto diretto generato dal protocollo, siglato nell'estate del 1993, tra il Governo e Karel Van Miert, Commissario europeo alla concorrenza. Il protocollo impegnava il governo italiano a ridurre l'indebitamento delle imprese pubbliche fino a portarlo a *"livelli fisiologici, cioè a livelli accettabili per un investitore privato operante in condizioni di economia di mercato"*. L'accordo, inoltre, non consentiva più la garanzia illimitata dello Stato, in qualità di socio unico, sui debiti delle società controllate al 100%, in quanto fattore distorsivo della concorrenza. Ciò imponeva esplicitamente allo Stato italiano di cedere quote di capitale delle imprese pubbliche. La situazione descritta spinse il Paese ad avviare il ventennale processo di privatizzazione delle partecipate statali. Il primo passo fu l'emanazione, da parte del Governo Amato, del **decreto legge 11 luglio 1992, n. 333**, che disponeva, tra le altre cose:

- la trasformazione in società per azioni dei grandi enti pubblici, trasferendone la proprietà direttamente al Ministero del tesoro;
- la pubblicazione del Libro Verde sulle partecipazioni statali da parte della Direzione Generale del Tesoro, che presentava la situazione dei gruppi pubblici, le loro prospettive, gli elementi di base per un programma di riassetto;

- il Programma di riordino di IRI, ENI, ENEL, IMI, BNL ed INA, presentato alle Camere, nel mese di novembre.

Il 27 settembre 1993 venne presentato dal Governo Ciampi il **decreto legge n. 389**, primo di una serie di provvedimenti che, l'anno successivo, portarono alla **legge 474**, che ha rappresentato e rappresenta ancora oggi la griglia operativa delle procedure di dismissione delle partecipazioni dirette e indirette del Tesoro.

Tra il 1993 ed il 1999 si assiste, dunque, alla fase di massiccia privatizzazione delle grandi imprese pubbliche nazionali, durante il quale sono state progressivamente cedute le partecipazioni di ENI, IRI, IMI, INA, ENEL e TELECOM ITALIA.

In termini generali, il processo di privatizzazione può essere definito un successo, sia dal punto di vista del bilancio dello Stato che da quello relativo agli investitori. L'effetto congiunto della riduzione dei tassi d'interesse e dell'**utilizzo degli incassi delle privatizzazioni per l'abbattimento del debito pubblico ha consentito la riduzione del deficit nazionale**. Allo stesso tempo, i risparmiatori che hanno investito in titoli di società privatizzate, sono riusciti ad ottenere rendimenti complessivi decisamente superiori a quelli che avrebbero ottenuto investendo lo stesso ammontare in titoli di Stato (al tasso di rendimento medio ponderato all'emissione dei titoli di Stato, nell'anno in cui si è realizzata l'OPV).

Ma qual è stato invece l'effetto della privatizzazione sulla performance delle società in questione? Per rispondere è utile fare riferimento al report prodotto dalla Corte dei Conti intitolati *"Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche"* e pubblicato nel 2010, quando ormai era ultimata la stagione delle privatizzazioni che aveva preso il via quasi 20 anni prima. Nello studio della *performance*, la Corte dei Conti ha considerato un campione di 106 società che hanno subito il processo di privatiz-

zazione (totale o parziale), operanti in 38 paesi europei nel decennio 1996-2006. Utilizzando diverse poste di conto economico e stato patrimoniale, sono stati costruiti una serie di indici di redditività, di efficienza gestionale e di solidità patrimoniale delle società a partecipazione statale privatizzate.

L'analisi mette in luce l'andamento degli indicatori di performance in relazione alle partecipazioni residue dell'Amministrazione Centrale, confrontando società che sono state completamente o parzialmente privatizzate e società ancora a partecipazione pubblica totalitaria. In media, infatti:

- Il MOL sul fatturato risulta crescente con l'intensità della privatizzazione. Le società totalmente privatizzate presentano, infatti, una redditività superiore a quelle parzialmente privatizzate e a quelle ancora completamente pubbliche;
- I dati sull'efficienza gestionale, misurata in termini di utile per addetto, evidenziano un recente e progressivo peggioramento delle performance delle società pubbliche e una sostanziale convergenza fra società totalmente e parzialmente privatizzate;
- Il costo del lavoro sui ricavi evidenzia scarti sostanziali fra società private e pubbliche, a conferma della relazione evidenziata nel caso del MOL.

La tentazione di interpretare queste conclusioni individuando un rapporto causa-effetto tra partecipazione privata e maggiore efficienza è forte, sebbene occorra una certa cautela nei giudizi. Infatti, la maggiore presenza di azionisti privati nelle aziende maggiormente performanti potrebbe essere spiegato proprio dalla performance positiva dall'azienda, capace di attirare l'interesse di capitali privati. Dunque, se una relazione tra privatizzazione ed efficienza esiste ed è dimostrata dai numeri, non si può trascurare il fatto che in alcuni casi la privatizzazione potreb-

be seguire (e non precedere) una migliore performance economica e finanziaria. Inequivocabile, invece, risulta la diversa l'analisi dei dati di *performance* distinguendo fra società quotate e non quotate, indipendentemente dal livello di partecipazione pubblica. I dati mettono in luce una forte divaricazione di quasi tutti gli indicatori di *performance* fra i due gruppi. Le società quotate sopravanzano sistematicamente le non quotate sia in termini di redditività che di efficienza gestionale. La scelta della quotazione in borsa per le società pubbliche, dunque, è stata uno degli elementi di successo nel processo di privatizzazione, almeno dal punto di vista delle imprese e dei loro azionisti.

4. Gli strumenti economico-finanziari da attivare per evitare il fallimento

Al di là di soluzioni-limite, come può essere considerata la cessione delle quote di partecipazione ad un soggetto privato, l'attività di gestione della società partecipata deve essere orientata ad evitare possibili squilibri che potrebbero, a lungo andare, determinare una situazione di crisi. A tal proposito, è possibile fare ricorso a due strumenti utili a prevenire ed evitare le situazioni di dissesto che potrebbero condurre ad una procedura concorsuale.

Il primo strumento si sostanzia nel **Piano Industriale**, documento che mira ad analizzare e pianificare la strategia di una qualsivoglia tipologia di progetto imprenditoriale, in un orizzonte temporale di regola triennale o quinquennale. Esso espone, riordinando e formalizzando, **le intenzioni strategiche** del management riguardo sia alle strategie complessive sia a quelle competitive che l'azienda intende intraprendere per **il raggiungimento degli obiettivi strategici e di risultati economico-finanziari attesi**, necessari per la creazione di valore e per la crescita aziendale. In altre parole, il Piano sintetizza le intenzioni del management relative alla strategia aziendale, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi, l'evoluzione dei *key value drivers* e dei risultati attesi.

Il ricorso al Piano Industriale, in realtà, è espressamente richiesto dallo stesso TUSP per affrontare le situazioni di crisi, al manifestarsi delle quali, come detto, *“l'organo amministrativo della società a controllo pubblico adotta senza indugio i provvedimenti necessari al fine di prevenire l'aggravamento della crisi, di correggerne gli effetti ed eliminarne le cause, attraverso un idoneo **piano di risanamento**”* (art. 14). Tuttavia, la chiara esposi-

zione **preventiva** delle intenzioni strategiche del management, basata su elementi sia **qualitativi** (definizione di obiettivi e del piano operativo necessario per realizzarli) sia **quantitativi** (con l'indicazione di bilanci previsionali), potrebbe agevolare l'efficienza economico-gestionale e dunque prevenire qualsiasi tipo di difficoltà.

Il secondo strumento consiste in un **sistema dei controlli interni adottato dalle società partecipate**. La traccia da seguire per la progettazione di un sistema di controlli valido ed efficace per le società partecipate è da ritrovare nel **D.L. 10 ottobre 2012 n.174 «Disposizioni in materia di finanza e di funzionamento degli Enti territoriali»** che trova ulteriore conferma nel TUSP (art.6, 20). L'art. 3 del D.L. 174, tra le altre indicazioni in termini di controlli, dispone l'individuazione di un sistema di controlli sulle società partecipate non quotate, attraverso *“l'organizzazione di un idoneo sistema informativo finalizzato a rilevare i rapporti finanziari con la società, la situazione contabile, gestionale e organizzativa della società, i contratti di servizio, la qualità dei servizi, il rispetto delle norme di legge sui vincoli di finanza pubblica.”* A corredo dell'introduzione di un sistema di **controllo strategico e di gestione** la norma introduce l'indispensabile analisi degli scostamenti, per la tempestiva individuazione di azioni correttive ove necessarie, e il **controllo sugli equilibri finanziari** rilevanti per il bilancio dell'Ente.

5. Bibliografia

- Altalex, *“Testo coordinato della Legge Fallimentare aggiornato, da ultimo, dal D.Lgs. 18 maggio 2018, n. 54 e dalla L. 27 dicembre 2017, n. 205.”*, aggiornato il 15 febbraio 2019;
- Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *“Il Fallimento delle società pubbliche”* - Maria Adele Morelli, 15/09/2015;
- Unijuris - Osservatorio sulla Giurisprudenza Fallimentare; *“Corte d’Appello Torino - Assoggettabilità a procedura concorsuale di consorzi a partecipazione pubblica”* - Prof. Avv. Alfredo Antonini, Avv. Francesco Gabassi, 11 marzo 2010;
- Altalex, *“Società in House, confermata la natura pubblica dell’ente”* - Alfredo Maiello, 24 aprile 2019;
- Altalex, *“Fallibilità delle società a partecipazione pubblica”* - Girolamo Lazoppina, 26 febbraio 2019;
- Euroconference Legal, *“Anche le “in house”, in quanto società di capitali, falliscono”* - Gian Luca Grossi, Marcello Guerzoni, 26 febbraio 2019;
- Gazzetta Ufficiale, Decreto Legislativo 19 agosto 2016, n. 175, recante *“Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (TUSP)”*;
- La Ricerche e Studi S.p.A. (Mediobanca), *“Le privatizzazioni in Italia dal 1992”*;
- Corte dei Conti, *“Obiettivi e risultati delle operazioni di privatizzazione di partecipazioni pubbliche”* - Luigi Mazziolo, 10 Febbraio 2010.