

GOVERNANCE A Piazza Affari 46 società (20%) hanno adottato il sistema che raddoppia le preferenze in assemblea. All'elenco presto si aggiungeranno anche Brembo e Mediaset. Così l'azionista di riferimento blinda il controllo in ottica M&A. Ma non è detto funzioni

Due voti al prezzo di uno

di Francesco Bertolino

Un'azione, un voto. Questo principio di democrazia societaria ha vincolato per decenni l'assetto di controllo delle quotate a Piazza Affari. Oggi non è più così. Una riforma del 2014 ha introdotto in Italia voto maggiorato e voto plurimo, attuando la celebre battuta di Enrico Cuccia: «Le azioni si pesano e non si contano». Sono nate così due categorie di titoli più «pesanti»: quello che dopo 24 mesi di detenzione consecutiva riconosce due voti al socio (maggiorato) e quello che attribuisce fino a tre voti (plurimo). In sostanza, due (o addirittura tre) voti al prezzo di uno. «Le azioni a voto plurimo sono legate a un concetto proprietario perché è il titolo a dare la possibilità di esercitare più diritti di voto, indipendentemente da chi lo possiede», spiega Salvatore Sanzo, partner dello studio legale Lca, «le azioni a voto maggiorato, invece, hanno una connotazione soggettiva perché sono connesse alla fedeltà dell'investitore (loyalty shares) sicché il diritto potenziato si perde con il trasferimento del titolo, salvo il caso di successione». Tradotto: il voto plurimo può essere venduto, quello maggiorato no. In linea di principio, poi, per le società quotate è consentito ricorrere soltanto al voto maggiorato. In via eccezionale possono mantenere quello plurimo le società che lo abbiano adottato prima dell'ipo.

A distanza di cinque anni dalla riforma 46 quotate hanno adottato il voto maggiorato su un totale di 232 quotate sull'Mta (il 20%), mentre solo due hanno conservato il voto plurimo dopo l'ipo (Fila e Aquafil). Nei prossimi mesi dovrebbero aggiungersi Brembo e Mediaset che ne proporranno l'introduzione in statuto alla prossima assemblea straordinaria. Stando a un'indagine preliminare di Assonime, queste società pesano per il 10% (12% considerando anche Brembo e Mediaset) sulla capitalizzazione totale di Piazza Affari. Si tratta in gran parte di imprese di piccole e medie dimensioni (50% le Small Cap, 42% le Mid Cap), mentre nel Ftse Mib sono solo quattro (Amplifon, Campari, Diasorin e Hera). Per il 90%, inoltre, queste imprese appartengono al settore merceologico industriale, mentre il restante 10% opera nell'ambito dei servizi finanziari (banche e assicurazioni

LE BLINDATE DI PIAZZA AFFARI

LE SOCIETÀ CHE HANNO ADOTTATO IL VOTO MAGGIORATO

Amplifon	De' Longhi	Iren	Poligrafica San
Astaldi	Dea Capital	Landi Renzo	Faustino
Biesse	Diasorin	Lu-Ve	Reply
Cairo Communication	Equita Group	Lventure	Sabaf
Campari	Exprivia	Maire Tecnimont	Saes Getters
Carel	Ferragamo	Mediacontech	Technogym
Carraro	Fidia	Mondadori	Terni Energia
Centrale del Latte	Garofalo Healthcare	Mutuonline	Tod's
Class Editori	Girna TT	Nice	Waste Italia
Cofide	Hera	Openjobmetis	Zignago Vetro
Conafi Prestitò	Ima	Panariagroup	
Datalogic	Intek	Piovan	

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

SOCIETÀ CHE HANNO EMESSO AZIONI A VOTO PLURIMO

Fila
Aquafil

SOCIETÀ CHE HANNO PROPOSTO ALL'ASSEMBLEA L'INTRODUZIONE DEL VOTO MAGGIORATO

Brembo
Mediaset

Brogi: la compliance? Va dosata bene

di Alessandro Carollo

«**C**orporate governance, creazione di valore e crescita» è il titolo del convegno organizzato da Consob, Assonime e Comitato Corporate Governance per lunedì 18 marzo a Roma. Un'occasione per fare il punto sulle ripercussioni in tema di governo delle imprese quotate dell'applicazione della direttiva Shareholder Rights. MF-Milano Finanza ne ha parlato con Marina Brogi, professore ordinario di International Banking and Capital Markets alla Sapienza di Roma.

Domanda. Casi come Carige riportano in auge i temi della corporate governance e della figura degli amministratori indipendenti. In Carige la crisi il cda l'aveva vista arrivare o, per come è fatta la compliance oggi, si passa troppo tempo a esaminare processi e parti correlate solo per gli aspetti formali e si perdono di vista le cose concrete?

Risposta. Se e quando il cda di Carige avesse capito che la crisi sarebbe arrivata non saprei. Di certo l'ispezione di Banca d'Italia prima e i risultati dell'Aqr poi hanno messo in luce le fragilità della banca. Più in generale, non penso che la necessità di occuparsi in cda di temi di compliance possa rappresentare un alibi per non occuparsi di strategia. Partecipare al cda di una banca richiede tempo e una parte di esso è dedicata a temi di compliance. Ma non c'è contrapposizione tra temi di compliance, presidi per le operazioni con parti correlate e business e strategia. La compliance, se orientata ad assicurare un comportamento corretto coi clienti, è la premessa per continuare a lavorare assieme con reciproca soddisfazione; sono un bene i presidi volti ad assicurare che le operazioni condotte con parti correlate avvengano a valori di mercato e quindi nell'interesse di tutti gli azionisti e degli altri stakeholder. Di certo, l'ondata normativa degli ultimi anni è stata ponderosa e assai assorbente e sarebbero auspicabili semplificazioni dove le norme sono ridondanti: tuttavia la compliance è parte integrante del business.

D. Eppure, a sentire off the record molti amministratori indipendenti, proprio quella massa di nuove norme finisce per affogare nelle carte e nei control-

li giuridico-formali la vera essenza dell'amministratore indipendente, che è quella di offrire al vertice aziendale un modo diverso di vedere le cose, di ripensare il modello di business alla ricerca di nuovi equilibri sostenibili o di un partner per un'aggregazione...

R. Oltre ai cambiamenti strutturali indotti dalla rivoluzione digitale, per i cda delle banche in particolare gli ultimi anni sono stati molto difficili anche per motivi congiunturali, con il deterioramento della qualità del credito e il perdurante contesto di tassi bassi o negativi che ha fortemente ridotto il margine di interesse. Il sistema bancario italiano ha aumentato la dotazione patrimoniale e sono stati ripensati i modelli di business; per migliorare la redditività occorrerebbero aggregazioni, che però possono essere osteggiate dagli azionisti, specialmente quando le banche quotano molto al di sotto del valore di libro. La governance è fatta di persone che hanno ruoli diversi e prospettive differenti; in generale, dovrebbe essere la governance a servizio della strategia e non il contrario. Non sempre però è così.

D. Lei opera come amministratore indipendente in società quotate. Qual è il vero ruolo degli indipendenti? Gendarmi contro conflitti di interesse e cattivi comportamenti dei ceo (anche se ci sono altri organismi di controllo dedicati a ciò) o portatori di fresh air, di nuovi modi di pensare?

R. Entrambe le cose. Esaminano le decisioni in modo più distaccato rispetto a chi le propone, provenendo da contesti diversi si possono apportare prospettive complementari e utili nell'interpretazione delle sfide future.

D. La preponderanza dei vertici della passata gestione Carige, che hanno poi portato alla situazione attuale, con la governance attuale sarebbe stata evitata? O comunque se il vertice della banca ha in animo di non comportarsi

bene non c'è compliance che tenga? E allora perché ingessare le banche con tanti regolamenti?

R. Carige è passata da una governance cristallizzata a diversi cambi di amministratore delegato in pochi anni. Nella governance sono fondamentali pesi e contrappesi, la concentrazione del potere in una sola persona e per lungo tempo può sfociare in distorsioni. Per esempio, una sana dialettica in cda dovrebbe aiutare a cogliere e affrontare i segnali di difficoltà quando i risultati iniziano ad essere diversi rispetto a quelli ipotizzati al momento del piano industriale o del budget. Ciò dovrebbe favorire l'avvio di azioni correttive, che sono tanto più efficaci quanto più tempestive.

Quando le cose smettono di andare bene aumenta la tentazione di correggere il tiro con operazioni più rischiose; il cda dovrebbe riconoscere e prevenire queste scorciatoie. In quest'ottica regolamenti e norme sui flussi informativi sono fondamentali. In Carige, guardando ai tempi più recenti, una riorganizzazione profonda richiede tempi più lunghi di quelli dati ai

diversi ceo che si sono avvicendati.

D. Oggi in banca comanda il chief risk officer o l'amministratore delegato?

R. La banca guadagna se è in grado di assumersi e gestire il rischio. Lad è al vertice e gioca un ruolo-chiave in tutte le decisioni, un chief risk officer (cro) competente e indipendente è una garanzia anche per il capo azienda. L'aumento della rilevanza del cro è fisiologica all'aumentare della complessità della gestione, vuoi per crescita dimensionale, vuoi per l'adozione di modelli interni, e altro ancora. Inoltre l'introduzione di processi ordinati per l'assunzione e la gestione del rischio, ossia i vari Icaap, Raf, Recovery Plan, nonché il passaggio al principio contabile Ifrs9, hanno progressivamente aumentato il ruolo del chief risk officer come soggetto che avvia alcuni processi-chiave della governance. (riproduzione riservata)



Marina Brogi

RIASSETTO La fusione tra Cofide e Cir segna l'addio della famiglia De Benedetti alle scatole cinesi. Ma non cambia gli equilibri tra azionisti. La nuova holding si concentrerà sulle attività industriali

Ingegnere gattopardo



di Andrea Giacobino

Cambiare tutto per non cambiare niente. Il motto gattopardesco ben si attaglia alla fusione recentemente annunciata tra Cofide e Cir, le due quotate che Carlo De Benedetti e i suoi tre figli controllano a monte del gruppo che lo scorso anno ha realizzato ricavi consolidati per oltre 2,8 miliardi, con un incremento del 2,3% rispetto all'esercizio precedente, un ebitda in calo del 7,5% a 306 milioni e un ebit pure diminuito anno su anno da 154 a 101 milioni, anche se l'ultima riga ha visto tornare l'utile a circa 13 milioni dopo la perdita di 6 milioni del 2017. Per Rodolfo De Benedetti, presidente del gruppo Cir, «la fusione rappresenta una svolta molto importante per il nostro gruppo e ci consentirà di semplificarne la struttura societaria e

renderla coerente con l'evoluzione del mercato, nell'interesse degli azionisti di Cir e di Cofide. La nuova holding confermerà la focalizzazione sulle attività industriali e si chiamerà Cir. Con l'amministratore delegato Monica Mondardini proseguiremo il percorso di creazione di valore per tutti gli azionisti e di consolidamento e crescita delle nostre partecipazioni strategiche». Il merger è finalizzato a realizzare i seguenti principali obiettivi: accorciare la catena di controllo rispetto alle società operative, ponendosi in linea con le migliori pratiche internazionali e con le aspettative del mercato e delle autorità di regolazione; creare una società con una dimensione del flottante superiore sia in termini di percentuali del capitale sia in valore assoluto, con la conseguente maggiore facilità di negoziazione delle azioni e appetibilità delle stesse per gli investitori e ridurre i costi



escluse). «Il ricorso a questo strumento consente la crescita della società senza intaccare la posizione dell'azionista di controllo», rileva Marcello Bianchi, direttore Area Mercato dei Capitali di Assonime, «con il voto maggiorato l'azionista di controllo potrà diluire la sua partecipazione in operazioni straordinarie (fusioni, aumenti di capitale ecc.) senza perdere il timone dell'azienda». Non a caso, i prossimi azionisti a blindarsi saranno Fininvest per Mediaset e Nuova FourB (famiglia Bombassei) per Brembo, due società che sembrano prepararsi all'M&A. È ancora da dimostrare però che lo strumento sia del tutto adatto allo scopo. Nella dottrina giuridica, avverte Sanzo, «si discute se la maggiorazione del voto si possa conservare in seguito a fusione o scissione. Il dubbio potrà essere chiarito solo quando si esprimerà un giudice».

Al di là di questa, non trascurabile, incognita, l'adozione dello strumento comporta un altro rischio: che con la creazione di due classi di titoli, le azioni di «serie B» si deprezzino. La casistica in Italia è ancora troppo scarsa e recente per avere una «Uno studio in fase preliminare dell'università Bocconi suggerisce che il mercato ha reagito negativamente all'approvazione della riforma che consentiva in generale il voto maggiorato, positivamente all'adozione dello strumento da parte delle singole società», osserva Bianchi, «probabile, quindi, che all'inizio gli investitori temessero abusi, ma che poi nei casi d'uso abbiano considerato i benefici prevalenti». La valutazione, in definitiva, dipende dalla reputazione sul mercato dell'azionista di controllo che sceglie di blindarsi. Se il fine è l'espansione senza perdere il controllo, la società continuerà ad attrarre investitori che anzi potrebbero apprezzare la maggiore chiarezza della struttura sociale. «Il voto maggiorato offre un'alternativa molto più trasparente per la conservazione del potere in confronto a strumenti come piramidi, scatole cinesi, patti di sindacato che infatti sono sempre meno utilizzati», sottolinea Bianchi. Oltre che a saldare la presa sulla società in ottica M&A, l'introduzione di voto plurimo e maggiorato avrebbe dovuto favorire l'aumento degli approdi a Piazza Affari. «Il timore di perdere il controllo a seguito della quotazione rappresenta uno dei principali fattori che disincentiva l'ingresso in borsa delle imprese familiari italiane», nota lo studio di Assonime, «una maggiore flessibilità nella struttura del capitale in deroga al principio one share-one vote può consentire di aumentare la dimensione del flottante in sede di ipo e, di conseguenza, la liquidità delle azioni delle società quotate, senza determinare una diluizione in

Torna di moda lo spezzatino di carta

di Andrea Montanari

Adue anni dalla nascita ufficiale e a tre anni dalla gestazione, il Gruppo Gedi potrebbe essere oggetto di un nuovo ripensamento strategico. La società sorta dall'integrazione di Itedi (la casa editrice controllata da Fca-Exor e proprietaria di La Stampa e SecoloXIX) nel Gruppo L'Espresso (controllato da Cir e proprietario di La Repubblica, L'Espresso e i quotidiani locali di Finegil), secondo le valutazioni di alcune banche d'affari italiane e internazionali interpellate da MF-Milano Finanza, sarebbe al centro di un processo di riflessione industriale. E se le famiglie De Benedetti (43,78%) e Agnelli-Elkann (5,99%) negano qualsiasi operazione in corso (nei mesi scorsi, come riferito da questo giornale, si era lavorato a un accordo inizialmente di natura commerciale ed editoriale con il gruppo svizzero Ringier), il tam tam è sempre più insistente. E, quindi, va registrato. Il progetto prevederebbe, nei fatti, un ritorno all'antico, con la Cir dei De Benedetti pronta a riprendersi La Repubblica del neo direttore, di scuola Res (CorSera e Gazzetta dello Sport), Carlo Verdelli, e gli Agnelli-Elkann, con John Elkann in prima fila, intenzionati a gestire il polo editoriale del Nordovest, La Stampa e SecoloXIX, che vorrebbero integrare con la profitevole Finegil. In questo scenario, le due famiglie, e quindi la società editoriale, il Gruppo Gedi, dovrebbero poi prevedere la valorizzazione, attraverso la quotazione a Piazza Affari, del fiorentino polo digitale-radiofonico, quest'ultimo rappresentato da Elemedia, ovvero Radio DeeJay, Radio Capital e m2o. (riproduzione riservata)

sede assembleare per gli azionisti di riferimento». Un obiettivo che, per il momento, la riforma non ha centrato, forse per eccessiva timidezza. L'istituto del voto plurimo, sottolinea Sanzo, è tipico della cultura americana dove è estremizzato. Con una quota del capitale inferiore all'1%, per esempio, Mark Zuckerberg detiene oltre il 50% dei voti di Facebook: il fondatore possiede infatti gran parte delle azioni di

classe B, ciascuna delle quali assegna 10 voti. Assetti di controllo simili caratterizzano altri giganti hi-tech come Alphabet (Google), Alibaba o Snapchat e storici gruppi industriali come Ford e il New York Times. «Il meccanismo del voto plurimo è legato alla rilevante personalità del fondatore o del gestore la cui capacità e reputazione è sufficiente a richiamare investimenti», rimarca Sanzo, «questi soggetti sono

quindi in condizione di attribuirsi ultra-potenziamenti del voto senza deprimere i corsi azionari della società». In questo senso il modello americano potrebbe non essere poi così diverso da quello italiano. «Lo strumento del voto plurimo è l'ideale per il nostro sistema che si fonda ancora oggi sull'azienda medio-piccola a struttura familiare», prosegue, «i grandi capitani d'impresa del Paese hanno una capacità

imprenditoriale riconosciuta nel mondo e potrebbero perciò aprire il capitale a investitori esterni e attrarre fondi senza perdere il controllo della loro creatura». A differenza di quanto accade con quello maggiorato, conclude Sanzo, nel caso del voto plurimo «la maggiorazione è attribuita al titolo e non al soggetto e quindi potrebbe circolare con l'azione». (riproduzione riservata)

operativi legati al mantenimento di due società holding quotate; semplificare la struttura partecipativa e l'assetto di governo societario, con conseguente creazione di sinergie a vantaggio di tutti gli azionisti. Se è vero che l'Ingegnere negli anni passati è stato, al pari di tanti altri capitani d'industria italiani, ampio utilizzatore del meccanismo di leva delle «scatole cinesi» che consentivano di controllare grandi gruppi con minimi investimenti, è altrettanto certo che la fusione Cir-Cofide non cambia gli attuali equilibri di forza.

A oggi, infatti, la quota posseduta dalla Fratelli De Benedetti, ex accomandita della dinastia recentemente trasformata in spa, che controlla Cofide col 66%, è pari al 30,1% effettivo di Cir, post merger la società di famiglia avrà comunque il 29,8% del capitale e il 44,8% dei voti. Anche perché come Cofide, gli azionisti della società risultante dalla fusione beneficerebbero del voto doppio se deterranno i titoli ininterrottamente 24 per mesi. Poiché verrà proposta la modifica dello statuto per allungare questo periodo a 48 mesi, i soci Cofide dissidenti (ma difficilmente sarà così per Bestinver, il secondo azionista col 9,4%) avranno il diritto di recesso subordinato a condizione (rinunciabile da Cofide) che la liquidazione totale non superi i 5 milioni. Se il concambio proposto per il merger (2,01 nuove azioni Cofide per una Cir) è parso ragionevole a molti analisti, la spinta borsistica su Cofide, già salita del 10% nell'ultimo semestre, scaturita dall'annuncio avrà effetti positivi anche sulla società di famiglia, che ha in carico la quota a 245 milioni nel bilancio 2017. Se tale valore è rimasto, come presumibile, anche nei conti del 2018 la cassaforte segnava a fine dello scorso anno una minusvalenza potenziale di 67 milioni rispetto ai prezzi borsistici, che però è già scesa negli ultimi giorni a 53 milioni. (riproduzione riservata)