

## Una cassaforte il voto "maggiorato" i dubbi degli investitori istituzionali

TRE LE QUOTATE CHE USERANNO QUESTA POSSIBILITÀ. PER LUCA ENRIQUES, EX COMMISSARIO CONSOB, È L'ENNESIMO MODO PER TENTARE DI COMANDARE CON I SOLDI DEGLI ALTRI. ASSOGESTIONI CONTRO

Vittoria Puledda

Predi due, paghi uno. I detrattori dipingono così la nuova disciplina sul voto multiplo, un modo di contare il doppio non spendendo un euro in più, quasi una sorta di versione inversa delle azioni di risparmio, che davano ad una particolare categoria di soci diritti di **governance** molto depotenziati a vantaggio dell'azionista di controllo (ma con diritti patrimoniali superiori). In una parola, un nuovo modo per blindare il controllo, in un listino che non ha certo bisogno di essere ancora più ingessato (una società quotata su due ha un azionista di controllo con una quota superiore al 50%). Nella versione nobile, invece, il voto multiplo o maggiorato dovrebbe servire soprattutto a vincere le resistenze delle potenziali matricole, spingendo gli imprenditori riluttanti all'idea di perdere il controllo assoluto a scegliere lo stesso la via della Borsa perché in questo modo si garantiscono ugualmente una presa forte sulle società. E in effetti la strada del voto "rafforzato" può avere una funzione di questo tipo (soprattutto nella versione del voto plurimo) ed è così che in genere funziona all'estero; del resto la stessa Alibaba ha un meccanismo del genere, con classi diverse di **azionisti**. Nettissimo il giudizio negativo di Luca Enriques, ex commissario Consob e professore ad Oxford. «È l'ennesimo modo per tentare di comandare con i soldi degli altri spiega - diverso è il discorso di una quotanda che arriva sul mercato già con questa struttura del capitale, ma se si cambiano le regole in corso, per di più a maggioranza semplice, si fanno solo danni. Il voto maggiorato giova solo agli **azionisti** di controllo, non alle società quotate né al sistema Paese. L'effetto è di allontanare i compratori di azioni, cioè gli investitori istituzionali, che hanno detto in tutte le salse di non volerle». Fino a questo momento la versione tricolore del voto maggiorato sembra andare nella direzione della maggior blindatura. Le prime a muoversi sono state Campari, Amplifon e Aitaldi, società già a saldissimo controllo familiare con quote superiori al 50% - che hanno motivato più o meno negli stessi termini la propria scelta: premiare l'azionariato stabile, le prospettive di medio termine, la fedeltà dei soci. Che, nei tre casi citati, sono per l'appunto le famiglie fondatrici dei rispettivi gruppi. In teoria, il voto multiplo non è riservato solo a loro, ma a chiunque voglia detenere una partecipazione di medio periodo. Prendiamo per esempio Campari. A parte la scatola Alicros della famiglia Garavoglia al 51% (che fa peraltro capo per il 49% alla lussemburghese Lagfin e per il 46% ad una fiduciaria) fin dal 2011 ha nel suo azionariato Morgan Stanley al 2,04%, Cedar rock capital al 10,5% e Independent Franchise partners al 2,02%. Dunque, in teoria un "premio" in termini di voto potrebbe riguardare anche loro, se una volta istituito l'apposito libro soci "stabili" presso la società (la legge prescrive un minimo di due anni) volessero iscrivere le loro quote tra quelle degli investitori di medio periodo. Ma proprio su Campari, scrive l'agenzia di stampa Reuters, si è già espressa la società di proxy advisor Glass Lewis - molto seguita dagli investitori istituzionali - che ha raccomandato il voto contrario in assemblea. Non sono pochi i grandi investitori istituzionali a Piazza Affari: ad esempio Blackrock ha il 5% di Azimut, il 10,2 di Ei Tower e il 5% di Intesa, mentre Norges bank ha quote sopra il 2% in diciassette società (tra cui Intesa, Prysmian ed Enel Green Power) e People's Bank of China ha messo un piede in sei società del calibro di Generali, Eni, Mediobanca, Prysmian, Saipem e Telecom. Nei fatti però all'estero, dove queste regole esistono da tempo, non si ha notizia di investitori istituzionali che abbiano fatto ricorso a questo strumento: anche quando restano per lungo tempo, i fondi non vogliono vincoli e sono in generale contrari a qualsiasi norma che riduca il concetto di un'azione-un voto. Dalla teoria alla pratica, dunque, queste norme rischiano di avvantaggiare solo il controllo già consolidato. «Le considerazioni di **governance** sono sempre più presenti nelle scelte degli investitori istituzionali - spiega Giordano Lombardo, Presidente di Pioneer Investment Management sgr ma soprattutto presidente di Assogestioni, l'associazione di categoria che ha preso una posizione molto critica sul voto multiplo - e questa norma rappresenta nei fatti

una diluizione della posizione dell'azionista di minoranza: le società che hanno più interesse ad avere un dialogo con gli investitori non credo che la adotteranno, per lo meno senza adottare le giuste misure, come una maggioranza qualificata». All'estero, secondo la ricostruzione della nota tecnica sul voto maggiorato pubblicata da Assogestioni, il voto maggiorato è utilizzato solo dallo 0,2% di società negli Usa, e in un «ridotto numero di casi in Australia, Giappone, Hong Kong» in alcuni paesi asiatici e nell'Europa del Nord. Un caso a parte è la Francia, dove l'adesione è massiccia (anzi attualmente vale in principio opposto, cioè il voto maggiorato è la norma, se non esplicitamente escluso dallo Statuto). Però, ricorda ancora Assogestioni, dove il voto maggiorato è previsto in genere ci sono anche «limiti all'emissione di tali strumenti o all'esercizio dei relativi diritti di voto, oppure l'esercizio del diritto di voto plurimo può essere limitato in determinate occasioni nonché sono previsti quorum rafforzati per l'adozione di determinate delibere». Insomma, non è una delega in bianco a contare sempre e comunque di più. Per quanto riguarda il caso italiano, c'è poi un aspetto ulteriore a complicare il quadro: la norma è stata prevista senza che sia possibile esercitare il diritto di recesso, una garanzia per chi non accetta il nuovo regime. Peggio ancora è stato giudicato da alcuni il regime transitorio, fino al 31 gennaio, data in cui le modifiche di Statuto possono essere prese a maggioranza semplice. In teoria questa opportunità ormai è fuori portata, a parte le tre società che hanno già convocato le relative assemblee. Ma potrebbe non essere detta l'ultima parola: nel decreto milleproroghe della vigilia di Natale sembra che una misura del genere fosse presente e poi sia stata espunta proprio all'ultimo momento; e non è detto che non possa fare di nuovo capolino nella conversione in legge. «Speriamo solo non ci sia un emendamento notturno nel milleproroghe», conclude Enriques. Senza, occorrerà una maggioranza qualificata per approvare le modifiche di Statuto. Probabilmente un deterrente per quelle società che hanno "noccioli" di controllo non troppo estesi e tanti investitori istituzionali. FONTE CONSOB. DATI RELATIVI ALLE SOCIETA QUOTATE SUL SEGMENTO MTA GESTITO DA BORSA ITALIANA SPA, S DI MEO, FONTE: BANK OF AMERICA MERIL LYNCH , S. DI MEO

Foto: [ I PROTAGONISTI ]

Foto: Qui sopra, Giuseppe Vegas (1), presidente della Consob e Giordano Lombardo (2), presidente di Assogestioni