

GOVERNANCE

Due voti al prezzo di uno

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 possieda», 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 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 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)

LE BLINDATE DI PIAZZA AFFARI LE SOCIETÀ CHE HANNO ADOTTATO IL VOTO MAGGIORATO Amplifon Astaldi Biesse Cairo Communication Campari Carel Carraro Centrale del Latte Class Editori Cofide Conafi Prestitò Datalogic GRAFICA MF-MILANO FINANZA De' Longhi Dea Capital Diasorin Equita Group Exprivia Ferragamo Fidia Garofalo Healthcare Gima TT Hera Ima Intek Iren Landi Renzo Lu-Ve Lventure Maire Tecnimont Mediacontech Mondadori Mutuonline Nice Openjobmetis Panariagroup Piovan Poligrafica San Faustino Reply Sabaf Saes Getters Technogym Terni Energia Tod's Waste Italia Zignago Vetro **SOCIETÀ CHE HANNO EMESSO AZIONI A VOTO PLURIMO** Fila Aquafil **SOCIETÀ CHE HANNO PROPOSTO ALL'ASSEMBLEA L'INTRODUZIONE DEL VOTO MAGGIORATO** Brembo Mediaset