

HOLDING QUOTATE 2 / LO STUDIO DELL'UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

Meno piramidi a Piazza Affari

Solo il 13,7% ha una struttura di controllo a catena

«Tra scatole cinesi e patti di sindacato si è davvero passato il segno. È un problema sul quale vale la pena riflettere e mettere mano». Difficile dare torto al ministro per lo sviluppo, Pier Luigi Bersani, visto che negli ultimi anni interessi e diritti dei piccoli azionisti italiani sono stati ignorati troppo spesso e l'annosa vicenda Telecom è soltanto l'esempio più eclatante.

Eppure in tempi recenti la diffusione di strutture di controllo a catena ha progressivamente perso importanza a Piazza Affari, almeno sotto l'aspetto dimensionale. Uno studio del Dipartimento di Scienze Aziendali dell'Università di Bologna, che ha seguito l'evoluzione degli assetti proprietari delle imprese quotate italiane nell'ultimo decennio, mostra infatti che se nel 1995 il 31,2% delle società (escluse banche e assicurazioni) era controllato attraverso una struttura piramidale

(costituita cioè da società a loro volta quotate), a dieci anni di distanza la percentuale si è a poco a poco assottigliata fino al scendere al 13,7 per cento.

Le risparmio in via di estinzione. La ricerca dimostra allo stesso tempo anche una significativa diminuzione delle azioni con diritto di voto limitato (risparmio, privilegiate e simili), altro strumento tipicamente italiano e di solito utilizzato per controllare chi sta a valle della catena con un investimento più limitato. Dal 38,7% del 1995, le società con azioni senza diritto di voto sono passate al 12,4% del 2005, e anche questa è a suo modo una notizia positiva per gli azionisti di minoranza.

Ma c'è di più: da dieci anni a questa parte è in diminuzione (dal 52,1% al 48,1%, come si legge nella tabella a fianco) la quota media di controllo, mentre cresce (da 42,7% a 44,7%) la percentuale dei diritti sui flussi di cassa dell'impresa spettanti al primo azionista, il cosiddetto *alfa diluito*. «Il rapporto fra queste due grandezze — spiega Stefano Mengoli, che ha curato la ricerca insieme a Elena Sapienza — è in costante crescita, dal 78,4% del 1995 al 91,2% del

2005. Questo significa che il livello di separazione tra proprietà e controllo diminuisce, il controllante avrà maggior interesse a massimizzare il valore dell'impresa partecipata per far affluire denaro ai piani alti della catena e in questo modo si riduce anche il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza».

Nuove soglie di controllo. È interessante poi notare come in questi dieci anni gli interventi del legislatore abbiano lasciato un segno importante sulle strutture di controllo. La maggioranza del 50%, come si può vedere nel grafico a fianco, è sempre la forma più utilizzata per esercitare il controllo su un'impresa che sta a valle, ma negli ultimi anni ha perso progressivamente importanza.

Dal 1995 (prima della Legge Draghi, che è del 1998, e anche della riforma Vietti, datata 2004) al 2005 la percentuale di società di Piazza Affari controllate con un pacchetto fra il 50 e il 55% è infatti scesa dal 18,7 al 15%. Il tutto a vantaggio di nuove soglie che hanno assunto più rilevanza: come quelle del 30% (oltre il quale scatta l'obbligo di Opa in caso di scalata ostile) e del 33,3% (quota che

Dieci anni di catene di controllo

Come è cambiata la struttura di controllo azionario a Piazza Affari dal 1995

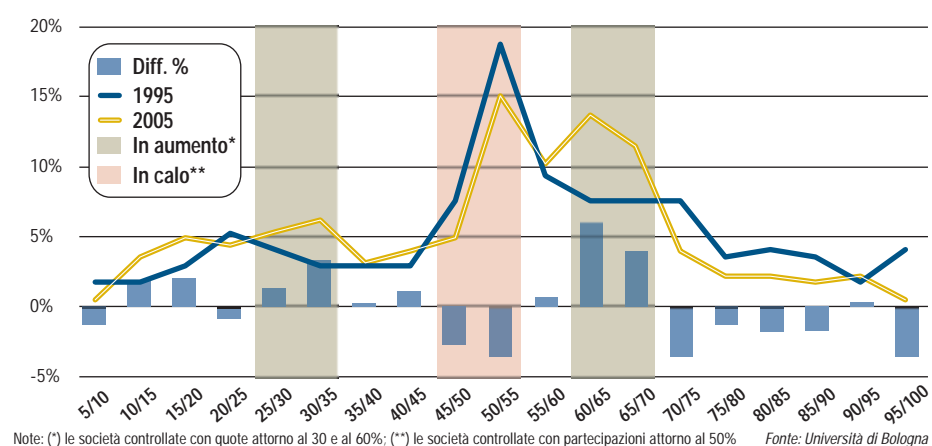
| | Società con controllo a piramide | Società con azioni senza diritto di voto | Quota media di proprietà (O)* | Quota media di controllo (C) | O/C |
|------|----------------------------------|--|-------------------------------|------------------------------|-------|
| 1995 | 31,2% | 38,7% | 42,7% | 52,1% | 78,4% |
| 1996 | 29,0% | 38,1% | 41,6% | 50,2% | 78,7% |
| 1997 | 28,5% | 39,5% | 42,7% | 50,0% | 80,7% |
| 1998 | 26,3% | 32,4% | 42,8% | 48,6% | 84,2% |
| 1999 | 24,1% | 29,6% | 44,6% | 50,1% | 84,9% |
| 2000 | 17,3% | 21,2% | 45,2% | 49,5% | 89,2% |
| 2001 | 15,9% | 18,8% | 46,4% | 50,3% | 89,8% |
| 2002 | 15,8% | 16,3% | 46,8% | 50,4% | 90,4% |
| 2003 | 13,8% | 14,2% | 46,5% | 49,4% | 91,6% |
| 2004 | 14,7% | 12,9% | 46,5% | 49,1% | 91,8% |
| 2005 | 13,7% | 12,4% | 44,7% | 48,1% | 91,2% |

Nota: (*) misura la % dei diritti sui flussi di cassa della controllata percepiti dal primo azionista

Fonte: Università di Bologna

Le nuove soglie

Quote % necessarie per controllare le società di Piazza Affari prima e dopo la Legge Draghi



Note: (*) le società controllate con quote attorno al 30 e al 60%; (**) le società controllate con partecipazioni attorno al 50% Fonte: Università di Bologna

permette di bloccare le decisioni straordinarie) o del 66,6% (con cui si può neutralizzare la minoranza di blocco).

Legge o forze di mercato? Resta da capire se i cambiamenti in atto siano il risultato degli interventi del legislatore o piuttosto delle forze di merca-

to. «Difficile stabilirlo con certezza — ammette Mengoli — perché cultura dell'investitore e legge sono aspetti che vanno di pari passo e si influenzano reciprocamente. Certo che la pressione dei fondi istituzionali, ai quali non piacciono né catene di controllo allungate

né azioni di risparmio, ha dato negli ultimi tempi un impulso decisivo alla riduzione di questi fenomeni». A volte, insomma, anche la *moral suasion* può sortire effetti positivi al pari della legge.

Maximilian Cellino

m.cellino@ilsole24ore.com



Aviva è l'assicurazione che pensa alla tua protezione e al futuro dei tuoi risparmi. Mentre tu ti rilassi.

Da 300 anni Aviva protegge i risparmi dei propri clienti, i loro beni e le loro aziende. Oggi sono 40 milioni in tutto il mondo i clienti che si affidano ad Aviva per assicurare benessere alle proprie famiglie ed alle proprie imprese. 40 milioni di persone che dormono sonni tranquilli grazie ad Aviva. www.avivaitalia.it

Assicurazioni e Risparmio

AVIVA
Guardare oltre è il nostro mestiere.