

INCHIESTA Collocamenti e regole di governo societario

A Piazza Affari il prezzo resta la chiave delle Ipo

Malgrado l'enfasi sulla governance, i fondamentali contano di più

Vittorio Carlini
MILANO

Al ballo delle debuttanti di Piazza Affari, si sa, le società vestono in lungo. Un abito raffinato che dovrebbe aiutare a catturare il giusto cavaliere, il giusto risparmiatore. Nessuno spicchetto per le allodole. Solo un tocco di governance per avere l'appeal in più che attira l'investitore e permette di tenere meglio il ritmo del valzer anche in periodi di crisi. A guardare, però, i numeri dei collocamenti da gennaio 2007 ad oggi si scopre una realtà un po' diversa.

Il «Sole-24 Ore» ha confrontato la performance delle Ipo con tre diversi aspetti che possono essere l'indizio di una gestione «market oriented», di buona governance: il numero di consiglieri indipendenti presenti nei consigli d'amministrazione; la percentuale di capitale sociale messa sul mercato e il tipo di offerta realizzata, Offerta pubblica di vendita (Opv) o Offerta pubblica di sottoscrizione (Ops). Il risultato? Le debuttanti con il vestito più *appealing* non è detto siano in grado di tenere meglio il ritmo durante le danze. Non esiste, cioè, un legame generale tra una migliore governance e una migliore performance.

Una questione di prezzo

Il mercato guarda, e premia, più altri aspetti: i fondamentali, la qualità del business in sé, la capacità di gestione del management e, soprattutto, il prezzo

stesso del collocamento.

Questo sembra proprio essere il caso di Maire Tecnimont. La conglomerata, attiva nei settori della chimica, ingegneria civile, energia e gas è la debuttante che meglio si è comportata in Borsa: dall'Ipo, avvenuta alla fine di novembre, ha guadagnato, calcolando l'andamento sul prezzo di chiusura dell'11 aprile scorso, il 16,54%. A ben vedere gli investitori avrebbero potuto storcere il naso rispetto all'offerta: il 79,8% del capitale "consegnato" al mercato, infatti, arrivava dalla vendita di azioni in mano ai soci. E si sa l'Opv è sempre guardata con cautela: a rigore meglio l'Ops che, attraverso l'aumento di capitale, permette di fare entrare in azienda le risorse raccolte nell'Ipo da usare, poi, nella crescita. Ma nel caso di Maire Tecnimont, che nel suo cda ha due consiglieri indipendenti, ha giocato positivamente la scelta di quotarsi a sconto rispetto ai vari competitor, a un prezzo di collocamento "sensato": prova ne sia che, quest'ultimo, è stato definito sulla parte più bassa della forchetta d'Offerta. Una decisione che ha permesso al titolo, diversamente da altri casi, di non crollare e, anzi, migliorarsi.

Discorso un po' diverso è, invece, quello di Zignago Vetro che, con un saldo praticamente invariato rispetto al prezzo d'offerta (-0,67%), è tra le migliori debuttanti del 2007. Certo, l'Ipo è stata al 100% un'Opv: in teoria, quindi, una scelta non "market oriented". Tuttavia, la società aveva una grande disponibilità di cassa: «Se fosse stata realizzata un'Ops spiega Paolo Prati, direttore equity di Tamburi Investment Partners - la struttura finanziaria sarebbe diventata veramente inefficiente». Insomma, la

mancata patrimonializzazione dell'azienda avrebbe una sua giustificazione. Questa situazione, unita al fatto che gli indipendenti sono 5 (su un board composto da 12 unità) e la quota di capitale messa sul mercato è il 35% (valore sì imposto dalle regole dello Star ma pur sempre elevato), farebbe pensare che l'equazione "migliore governance/migliore performance" funziona. Nel caso specifico, come anche in quello di DiaSorin, può essere: ma il discorso non può generalizzarsi. Per rendersene conto basta guardare a Omnia Network: ha tre consiglieri indipendenti (su 9); ha realizzato il collocamento in Ops per il 66,7% e ha ceduto il 34,7% del capitale. Insomma, gli "indicatori" sarebbero buoni: peccato che, dal collocamento, ha ceduto oltre il 70 per cento.

Quale governance?

Alla fine, sulle matricole, ciò che conta realmente sono il business e le sue strategie, i fondamentali, la capacità imprenditoriale, il prezzo. «Il "buon governo" - spiega Giulio Baresani Varini, responsabile Wealth management di Banca Mb - ha, eventualmente, una sua valenza quando la società affronta operazioni straordinarie». Gli analisti, poi, spesso parlano direttamente con il management: pensare alla presenza di consiglieri indipendenti non è così rilevante. Si obietterà: solo nelle small-mid cap, che peraltro rappresentano la grande maggioranza delle ultime Ipo, si può immaginare di avere un contatto diretto con i vertici aziendali. «E proprio per questo - dice Baresani Varini - la governance ha importanza soprattutto nelle grandi capitalizzazioni», nei gruppi dove vanno di moda le scatole cinesi. Lì, può svolgere un ruolo veramente decisivo.

Un altro indizio (non da tutti condiviso) del fatto che, con le Ipo, il mercato tende a snobbare la governance è rappresentato dalla peggiore performance dello Star, rispetto ad altri panieri. Nell'ultimo anno, l'indice ad alti requisiti (unico segmento di Borsa Italiana dov'è richiesto un numero minimo di consiglieri indipendenti, da 2 a 4) ha perso oltre il 32%. L'S&P/Mib, dal canto suo, ha fatto segnare un ribasso del 22% e il Mibtel ha ceduto del 24 per cento. «È un fatto che non rileva - spiega Prati - il calo dello Star è causato dai grandi fondi che, dopo aver cercato e ottenuto un'extra-rendimento con le nostre multinazionali tascabili, hanno liquidato le posizioni. Dopo aver corso tanto era normale cederlo il passo». E tuttavia, proprio il fatto che si andasse in caccia solo dell'extra-rendimento e le posizioni siano state liquidate non appena iniziava la discesa, indirettamente vuol dire che la governance non rileva poi così tanto. Come dire: se c'è, tanto di guadagnato. Altrimenti, pazienza.

Indipendenti formali

Ma non è solo questione di quanto rileva il buon governo societario. Un altro aspetto è importante: la governance è effettiva o è solo maquillage? Gli indipendenti sono veramente tali? «L'attuale normativa - risponde Alessandro Zattoni, docente di corporate governance alla Bocconi - offre una definizione stringente di indipendenza: è richiesta l'assenza di legami economici e legali con azionisti di controllo, top manager, familiari e società controllate. Poi, esiste una clausola generale che ricomprende ogni situazione in cui possa ravvisarsi un qualche legame del consigliere». Ma è sufficiente? «In realtà, bisognerebbe monitorare l'effettivo comportamento nei cda:

ma è difficile». E poi, non c'è solo l'indipendenza, conta anche la competenza: un giurista, seppure bravo, avrà qualche diffi-

coltà a valutare il piano industriale di una software-house. Insomma, il tema è aperto. Anche se qualche passo immedia-

to andrebbe fatto: «La legge-dice Zattoni - non obbliga a un numero minimo di indipendenti nelle quotate. È un grave errore.

La regola già presente nello Star va estesa a tutte le società». Alla fine, non si chiede la Sarbanes-Oxley ma solo un po' più "buon governo".

Il peso della governance nei collocamenti

Nella tabella è messo a confronto l'andamento del titolo, dalla data dell'Ipo, con tre elementi che rilevano la maggiore o minore importanza della governance: il numero di consiglieri indipendenti nei cda; il tipo di offerta (Opv o Ops) e la percentuale di capitale societario oggetto dell'offerta. Sono stati, poi, indicati la forchetta dell'offerta e il prezzo del collocamento per valutare la strategia in fase di definizione del medesimo prezzo. Infine è indicato il listino di appartenenza: lo Star, per esempio, obbliga a un numero minimo di consiglieri indipendenti.

Società	Listino	IL BOARD		VALORE OFFERTA			TIPO DI OFFERTA				
		Totale consiglieri	Consiglieri indipendenti	Forchetta prezzo Ipo (euro) Min max	Prezzo offerta (euro)	% Opv*	% Ops**	% del capitale sociale (***)	Var % su prezzo Offerta (****)		
2007											
Maire Tecnimont	Mta	9	2	2,8 4,75	2,8	79,8	20,2	34,5	16,54		
DiaSorin	Star	9	3	11,4 13,7	12,25	100	-	40,9	1,85		
Prysmian	Mta	10	4	13,25 16,75	15	100	-	46	-0,18		
Zignago Vetro	Star	12	5	4 5	4,5	100	-	35	-0,67		
Enia	Mta	11	6	9 10,9	10,1	49,9	50,1	38,1	-5,22		
B&C Speakers	Expandi	5	1	5 5,8	5	74,6	25,4	35,8	-17,30		
SAT	Mta	9	6	9,5 12,5	12,35	5,6	94,4	21,1	-18,22		
Biancamano	Expandi	7	2	2,5 3	2,8	87	13	47,4	-21,79		
Mid Industry (1)	Mta	3	0	- -	26	-	100	86,4	-23,08		
Bouty Healthcare (1)	Expandi	7	2	1,3 1,7	1,3	-	100	40,2	-23,92		
Piquadro	Expandi	9	2	2,1 2,3	2,2	100	-	35	-24,14		
Il Sole 24 Ore	Mta	14	2	5,75 7	5,75	-	100	27,3	-26,78		
Mutuonline	Star	9	3	4,55 6,05	5,6	100	-	40,3	-26,79		
Landi Renzo	Star	6	2	3,5 4,4	4	72,8	27,2	40,9	-30,83		
Cape Live (1)	Mta	11	2	- -	1,05	-	100	59,6	-31,43		
Pramac	Expandi	5	1	4 5	4,2	76,6	23,4	41,1	-32,74		
Toscana Finanza	Expandi	4	1	2,8 3,5	3	18,2	82,8	34,4	-35,37		
IW Bank (1)	Expandi	7	1	3,6 4,95	4,6	47,7	52,3	18,2	-38,80		
Servizi Italia	Expandi	8	2	8,5 10,5	8,5	49	51	46,5	-38,94		
D'Amico Shipping	Star	6	2	3 4,5	3,5	67,9	32,1	43,6	-41,71		
Screen Service	Expandi	10	2	1,35 1,8	1,6	85	15	55	-45,06		
Damiani (1)	Star	8	2	3,8 5,2	4	29,9	70,1	31,9	-45,30		
RCF Group (1)	Expandi	6	1	2,7 3,4	2,8	20	80	31,3	-47,00		
Rdb	Star	16	4	5,1 6,3	5,1	-	100	32,3	-49,14		
Aeffe	Star	7	2	4,1 5,4	4,1	48,6	51,4	34,4	-52,15		
Bialetti	Mta	9	3	2,35 3,15	2,5	24,5	75,5	26,5	-52,80		
Conafi Prestitò	Expandi	6	1	4 5,3	5	13	87	40,8	-61,72		
Aicon	Star	7	3	3,7 4,6	4,1	77,6	22,4	36,9	-62,07		
Omnia Network (1)	Star	9	3	5 6,5	5	33,3	66,7	34,7	-72,80		
2008											
Molmed	Mta	13	3	2,15 2,75	2,15	-	100	25	-1,593		
Rosss	Expandi	6	1	2,3 2,8	2,1	26	74	-	-7,86		
GreenergyCapital	Expandi	7	3	- -	0,007	-	-	-	-25,71		

(*) Offerta pubblica di vendita; (**) Offerta pubblica di sottoscrizione; (***) compresa la greenshoe; (****) variazione calcolata sul prezzo di chiusura dell'11 aprile 2008; (1) esclusa la Greenshoe

Fonte: elaborazione Analisi Mercati Finanziari Il Sole24Ore su dati societari e di Borsa Italiana

I CODICI DI AUTODISCIPLINA

L'attuale normativa

Il codice di Autodisciplina adottato da Borsa Italiana prevede la presenza di un numero adeguato di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione delle quotate. Non è stabilito, però, un numero

minimo. L'unico segmento che indica una quantità minima è lo Star. Le società quotate al listino ad alti requisiti devono avere: almeno 2 indipendenti per i consigli che non superano gli 8 membri; 3 per i board composti da 9 a 14 unità; 4 nei casi in cui in

consiglio siano presenti più di 14 membri. Di più: sempre allo Star il Comitato di controllo interno e quello di remunerazione sono obbligatori. Nell'ambito, invece, delle altre aziende quotate sui vari segmenti di Borsa Italiana, il codice di Autodisciplina prevede

una semplice «raccomandazione». Rispetto al numero di consiglieri indipendenti, sono molti gli esperti che sostengono l'utilità di introdurre un numero minimo obbligatorio anche per le società non quotate allo Star

LO SCENARIO

Il numero dei consiglieri indipendenti non è ancora determinante nei debutti, come non è risolutiva la scelta tra Ops e Opv

