

**9,9 PER CENTO**  
È la quota raggiunta da Unipol in Bper. L'ad Carlo Cimbri è "pronto a sostenere il management" della banca



**LA NOTTE DEI GUF**  
DIARIO DI UN VECCHIO ANALISTA DI BORSA

**G**li olandesi, con in testa il figlio del primo predecessore di Draghi, tirano tulipani contro la politica liquida ed espansivissima della Bce ("Bona Come Er pane" appunto, ti spiegano nel baretto sotto la casa pariola natia). Sempre per rinfacciargli questa presunta indulgenza verso l'italica attitudine al debito facile, il fronte nordico duro e puro dell'Euro inflessibile a caschetto tira fuori la sfacciata allergia della Bce per l'inflazione e la sua passione per i tassi bassi, sottozero. A benedire la linea tedesca arriva la faccia pulita e vivace di Macron, crème del Sistema, modernità e vintage in una sola maschera. Come una maionese impazzita, una meringa non montata, un

budino che non tiene, con il polso incerto di Hollande si è dissolta l'anima socialista continentale disperdendosi in un tegame troppo moderno, piatto vuoto e oscuro. Dopo un decennio di Europa in folle (soprattutto nel senso più basagliano del termine) e dopo aver rischiato la retromarcia con avventate manovre populiste, siamo pronti ad innescare la marcia. L'arrivo dell'elegante Macron, dicono, ci rimette in carreggiata verso scenari di crescita e riforme. Dimenticatevi quindi la vecchia Europa Califfone, quella monomarcia (alla tedesca). I tempi cambiano, arriva l'Europa a due velocità: marcia Merkel (verso la crescita) e marcia Pig (verso il baratro). Altro che Etruria.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I SOCI CHE HANNO IN MANO PACCHETTI DI AZIONI, E CHE DA DUE ANNI NON RIESCONO A VENDERLE NEI CIRCUITI INTERNI PER VIA DELLA CRISI, SPERANO ADESSO DI POTER PORTARE A CASA ALMENO UNA PARTE DEGLI INVESTIMENTI LE NEGOZIAZIONI AVVERRANNO ALL'HI-MTF

Franco Vanni

Milano

Forse in ritardo e con grande prudenza, una decina di banche popolari e casse di risparmio si preparano alla prova del mercato. I soci che hanno in mano pacchetti di azioni, e che non riescono a vendere nei borsini interni, sperano di potere portare a casa almeno parte dei soldi che negli hanno investito in titoli divenuti illiquidi dopo il panico seguito alla risoluzione di Etruria, Marche, Ferrara e Chieti nel novembre 2015. Due gli istituti che da oggi alle 9 rinunceranno a definire il prezzo delle proprie azioni: la Cassa di risparmio di Ravenna e la controllata Banca di Imola. I titoli non saranno scambiati in Borsa, ma sulla piattaforma Hi-Mtf. Un borsino digitale controllato, in cui il prezzo di scambio è contenuto entro bande di oscillazione fisse, per arginare il crollo di valore che si ha quando troppi vendono e pochi sono disposti a comprare. Una strada già tentata, fra le altre, dalla Banca di Valsabbina e da Banca Sella, che partecipa alla proprietà di Hi-Mtf Sim, la società che possiede la piattaforma. Una strada che, introducendo trasparenza nei prezzi, impedirà in futuro l'emersione di altri casi Popolare Vicenza, i cui azionisti alla fine scoprirono che i loro titoli, tenuti artatamente alti e non negoziabili, non valevano più nulla.

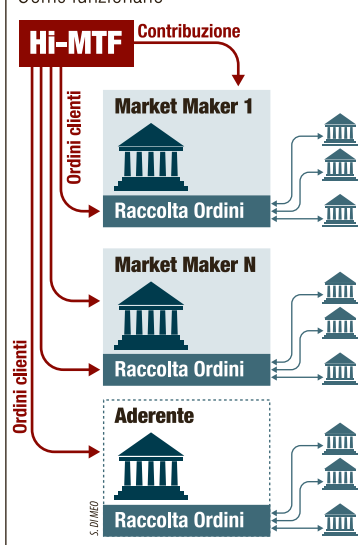
Tornando alla piattaforma Hi-Mtf, per Ravenna e Imola i prezzi di partenza (probabilmente ottimistici, visto che già nelle prossime settimane potrebbero accumularsi gli ordini dei venditori) sono stati definiti venerdì scorso. Per quanto riguarda Ravenna - banca ben gestita e che fa utili ma inchiodata da un rapporto prezzo / valore di libro superiore a 1 - gli ordini di vendita riguardano 7mila azioni. Una corsa bilanciata, si fa per dire, da un unico ordine in acquisto di 20mila titoli, inserito poco prima dell'apertura, e che ha consentito di mantenere il prezzo iniziale di 18 euro. Poca liquidità ha senz'altro l'azione della controllata Imola, dove chi vende lo fa a 12,80 euro. Sul piatto ci sono 3mila azioni, per un valore di oltre 30mila euro. Ma dalla parte del compratore, le richieste di acquisto languono.

Secondo il meccanismo di Hi-Mtf, nei prossimi due mesi i prezzi, in carenza di compratori, potranno essere rivisti al ribasso dell'8 per cento, avvicinandosi a valori in grado di sollecitare la domanda. Tecnicamente, compra-

# Popolari e casse non quotate arriva il nuovo borsino per evitare altri casi Vicenza

## LE NEGOZIAZIONI

Come funzionano



## I PROTAGONISTI



**Giuseppe Vegas (1)**, presidente della Consob; **Giovanni Battista Roversi (2)**, amministratore delegato della piattaforma di negoziazione Hi-Mtf; il presidente sia della Popolare di Ravenna che dell'Abi, **Antonio Patuelli (3)** e il governatore della Banca d'Italia, **Ignazio Visco (4)**

## LE BANCHE NON QUOTATE CHE NEGOZIERANNO LE LORO AZIONI SU PIATTAFORMA HI-MTF

	Prezzo in euro al 31 dic. 2016	Numero azioni (migliaia di euro)	P/BV	Capitalizzazione (milioni di euro)	Numero azionisti
BANCA POPOLARE DI BARI	7,5	156.574.208	1,10	1.174,3	68.999
Banca Popolare Volksbank	12,1	49.859.929	0,70	603,3	58.099
BANCA POPOLARE DI PUGLIA E BASILICATA	5,1	59.249.065	1,00	302,2	39.183
Banca Popolare Pugliese	4,8	63.082.454	0,82	302,8	33.162
FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA	18,0	28.827.000	1,03	518,9	26.000
BANCA DI ASTI	11,6	59.355.341	0,86	688,5	23.000
Banca Popolare di Cividale	19,6	16.971.085	1,10	332,6	15.104
BANCA AGRICOLA POPOLARE DI RAGUSA	117,4	6.129.384	1,00	719,6	18.989
Cassa di Risparmio di Cento	12,9	14.949.935	0,98	192,4	10.000
BANCA VALSABBINA	5,9	35.063.052	0,53	206,2	39.234
Banca del Lazio Popolare	36,4	7.488.720	0,99	272,3	5.702
BANCA DI IMOLA	12,8	8.120.181	0,77	103,9	6.120
BANCA SELLA	1,1	688.456.168	0,89	701,9	-

re è facile. Sono pochi gli istituti (il caso più vistoso è Unicredit) che non mettono a disposizione la piattaforma di acquisto. Ma non è escluso che se la corsa delle banche del territorio a quotarsi su Hi-Mtf dovesse crescere, anche in piazza Gae Aulenti possano farci un pensiero. Finora lo strumento è servito per lo più a scambiare obbligazioni. Ma nei prossimi mesi molte decine di istituti potrebbero approdare, anche in considerazione del fatto che le stesse banche possono acquistare azioni proprie, nel tentativo di mantenere il titolo liquido.

L'impulso ad aprirsi al mercato viene da Consob, che nello scorso ottobre ha formalizzato l'invito a lasciare che siano domanda e offerta a determinare il prezzo delle azioni. Un modo per riattivare gli scambi, certo, ma in prospettiva anche una diga al rischio che azionisti e obbligazionisti siano chiamati a sostenere il peso del salvataggio di istituti decotti. C'è poi la necessità

di arrivare preparati all'entrata in vigore della Mifid 2, che fra l'altro equiparerà il collocamento in filiale di prodotti finanziari al pubblico retail alla prestazione di un servizio di consulenza di base.

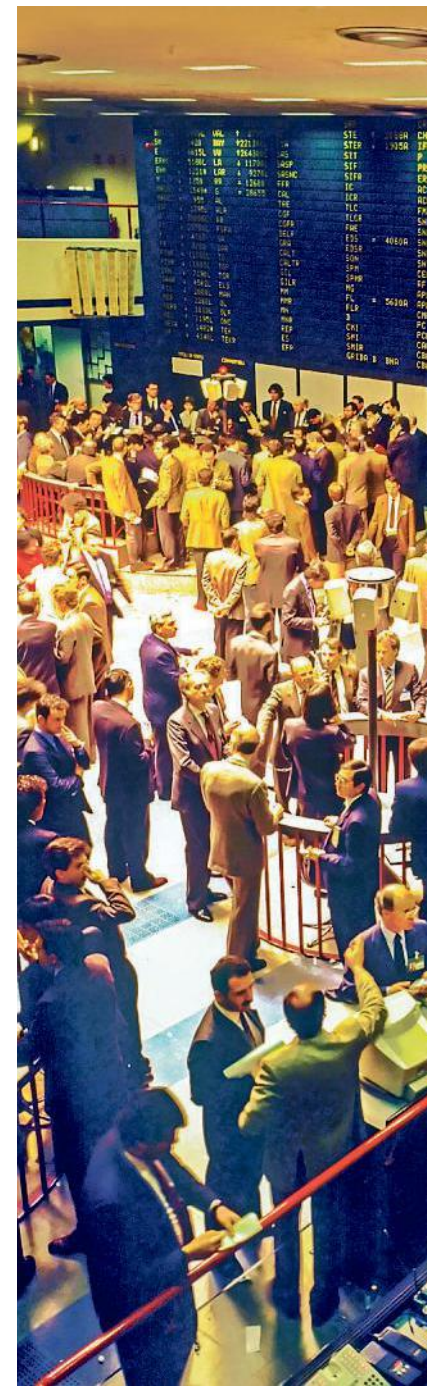
Dopo Ravenna e Imola, nei prossimi mesi sbarcheranno su Hi-Mtf i titoli di un'altra decina di istituti. Le più dimensionate sono Volksbank - per cui la quotazione è attesa entro l'estate - e Popolare di Bari, che sconta un rapporto prezzo / valore di libro di 1,1. Le azioni, al momento illiquide, non hanno ancora un prezzo definito. Il recesso stabilito nello scorso dicembre potrebbe subire ribassi anche significativi. In una situazione simile è un'altra popolare del sud, Puglia e Basilicata, per la quale secondo Andrea Cattapan, dell'ufficio Studi e ricerche di Consultique, "come per Bari, non vi è solo un rapporto prezzo / valore di libro che raggiunge l'unità, ma anche di un alto livello di crediti deteriora-

ti rispetto al patrimonio netto".

Gli azionisti delle banche che si preparano ad aprirsi al mercato studiano i casi di chi su Hi-Mtf c'è già. Come l'emiliana Cassa di Risparmio di Cento. O la bresciana banca di Valsabbina. Quotata dallo scorso luglio, dopo una serie di dolorosi (per chi vende) aggiustamenti, la banca bresciana ha visto stabilizzarsi il prezzo poco sotto i 6 euro, metà degli 11,2 a cui l'azione veniva proposta inizialmente. Ma la prospettiva della vigilia sembrava forse peggiore. Nel 2016 il valore delle azioni della Valsabbina, incredibili nel borsino interno, erano arrivate a perdere il 60 per cento del valore. Oggi il volume di scambi si è assestato a 150mila euro a settimana, e l'azione quota a circa metà del proprio patrimonio netto. Nel caso di Banca Sella, sul borsino Mtf da febbraio 2016, si è avuta una fase di recupero negli scambi fino a metà anno (in linea con gli andamenti dei titoli bancari in Borsa), poi la mole delle transazioni si è ridotta. Oggi i prezzi so-

no ai livelli minimi. La pressione in vendita aumenta, mentre gli ordini di acquisto latitano.

Da rimarcare, secondo Cattapan, il fatto che «i multipli di molte banche non quotate rimangono decisamente sopra la media di sistema. Non è solo un problema di patrimonio, che in molti casi mostra valori in rafforzamento. A pesare è soprattutto una redditività che stenta a ripartire e rimane su livelli sacrificati, a causa di elementi contingenti. A partire dai tassi ancora bassi. Ma anche delle svalutazioni che annualmente gli istituti sono costretti a fare in bilancio». Alcune banche devono la paralisi dei borsini interni alla valanga di crediti in sofferenza che pesa sui conti. È il caso delle casse di risparmio di Rimini e San Miniato. Per entrambe il rapporto fra sofferenze e patrimonio netto supera il doppio. Uno stallo senza uscita, al punto che - più che un'imprescindibile quotazione - lo sbocco sembra essere un'imminente acquisizione. In prima fila, fra



MARKETPLACE

Arturo Zampaglione



ALEXA, L'ULTIMA SFIDA DI BEZOS

“Alexa, telefona a mamma”. Così, con un

semplice comando vocale, senza toccare i tasti dello smartphone o del computer, gli utenti americani di Amazon Echo possono chiamare dalla settimana scorsa i loro contatti. È la nuova sfida lanciata da Jeff Bezos, fondatore e maggior azionista di Amazon, ad Apple, Google e Microsoft. Il gigante del e-commerce ha intuito prima degli altri le potenzialità degli strumenti a controllo vocale. Controlla già il 70% di questo mercato in pieno boom (per ora solo negli Usa). E ne sta facendo un altro strumento per una crescita impetuosa che, in 20 anni, ha portato Amazon a essere il leader mondiale dell'e-commerce, ad avere una capitalizzazione di borsa di 450 miliardi di dollari e a regalare a Bezos, 53 anni, il terzo posto nella graduatoria di Forbes degli uomini più ricchi del mondo, con 81,3 miliardi rispetto agli 87,5 di Bill Gates e agli 84,2 di Armancio Ortega. Intendiamoci: il grosso del fatturato Amazon (35,7 miliardi di dollari nel primo trimestre, +23% rispetto all'anno scorso) è legato all'e-commerce, mentre il grosso dei profitti viene da Aws (Amazon web services), il servizio di cloud computing, in cui è anche leader. Ma Bezos, che ha sempre privilegiato la crescita sugli utili, è irrefrenabile nell'explorare nuove strade, dalla produzione cinematografica all'intelligenza artificiale. E l'enfasi su Echo-Alexa lo conferma: si tratta di una scommessa sul "ambiente computing", l'informatica ambientale, cioè una serie di strumenti in casa o in auto controllabili con la voce. Oggi il modello più economico del gadget costa circa 40 euro, si collega al Wi-fi di casa e funge da assistente virtuale come Siri (Apple) o Cortana (Microsoft), ma viene attivato con la voce, non con le mani. In pochi mesi Amazon ne ha venduti milioni di esemplari, costringendo i concorrenti a correre ai ripari. Google ha lanciato Home, una versione forse più "intelligente" di Echo, ma che sconta i ritardi nell'introduzione. Microsoft ha annunciato per l'autunno una versione "gadget" di Cortana, mentre Apple, che ha appena infranto quota 800 miliardi di dollari di capitalizzazione, prepara "una sorpresa". Ma neanche Bezos sta fermo. Ha lanciato Echo Look, una telecamera che consente di provare virtualmente dei vestiti (magari da comprare su Amazon). E a fine giugno cominceranno le vendite di Echo Show, un assistente a controllo vocale, munito di uno schermo da 7 pollici, utilizzabile, anche per le videotelefonate alla mamma. [a.zampaglione@repubblica.it](mailto:a.zampaglione@repubblica.it)



A sinistra, un momento del Salone del risparmio organizzato da Assogestioni

[L'ANALISI]

Se a Piazza Affari le maggioranze diventano minoranze

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI SONO PREPONDERANTI IN QUASI TUTTE LE SOCIETÀ DEL LISTINO MA NON HANNO PORTATO A "RIBALTONI" NELLA GOVERNANCE: GLI ESEMPI TELECOM E SAIPEM

Vittoria Puledda

Milano

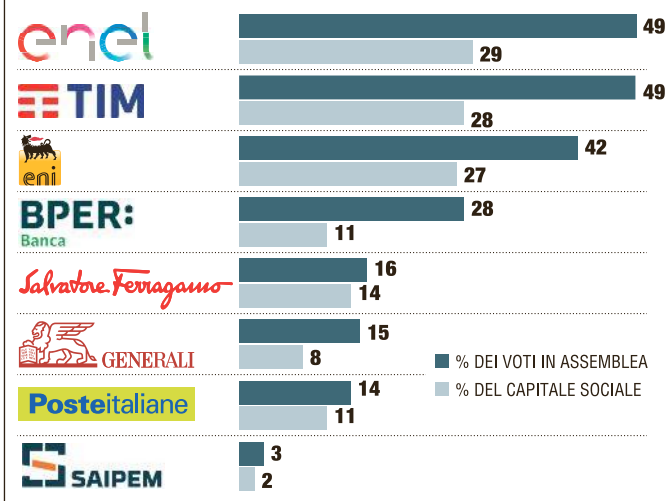
Hanno fatto man bassa in tutte le assemblee in cui si sono presentati, però stavolta gli investitori istituzionali non hanno portato a "ribaltoni" di maggioranze (anche se all'appello manca ancora qualche società, tra cui Leonardo). Qualche volta sono finiti secondi al fotofinish, per una manciata di voti: ad esempio in Telecom, che peraltro ha visto anche la convocazione in Consob del presidente di Assogestioni e del presidente del comitato gestori, Simone Chelini, probabilmente per parlare del ruolo di Vivendi nella società; o ancora all'Enel, dove la lista del Mef ha avuto la maggioranza per lo 0,5% di voti in più.

Gli investitori istituzionali hanno la maggioranza in molte società, anche se non intendono governare, ma soprattutto sono quasi solo esteri. Il che significa che la rappresentanza "morale" e per alcuni aspetti anche pratica del Comitato gestori di Assogestioni (che cura la presentazione delle liste) non è più scontata e automatica. Si è visto ad esempio in Bper: la neo-spa doveva rinnovare un terzo del consiglio di amministrazione e una parte significativa dei fondi esteri (e dei proxy advisor, che indirizzano molto il voto degli investitori istituzionali) ha appoggiato la lista del management: ai fondi è andata una candidata, come da statuto per le minoranze, ma un anno fa in Ubi i fondi avevano ottenuto la maggioranza dei voti (anche se non dei consiglieri, perché avevano presentato solo tre nomi).

È il ruolo stesso della maggioranza a far emergere il dibattito, rilanciato dal presidente della Consob nella sua Relazione annuale, con la proposta di affidare la

DOVE "CONTANO" LE MINORANZE

Principali società con amministratori o sindaci eletti dal comitato gestori di Assogestioni



scelta del voto di lista ai singoli statuti. Secondo molti osservatori, però, il meccanismo, che assicura spazio alle minoranze, è uno dei fiori all'occhiello del nostro apparato di governance. «Non è il sistema perfetto, ma uno migliore non è stato ancora trovato - spiega Luca Enriques, professore di diritto societario ad Oxford - la soluzione adottata dall'Enel è un buon correttivo, a legislazione invariata: se non c'è capienza di consiglieri nella lista che prende più voti, si pesca dall'altra lista».

Un'altra proposta viene da Dario Trevisan, che da anni riceve le deleghe di voto in assemblea di un grandissimo numero di investitori istituzionali. L'avvocato propone di abolire il divieto di votare una sola lista e di procedere con una doppia votazione: la prima sulla lista di maggioranza, aperta a tutti i soci, e la seconda per la lista di minoranza, votata da tutti soci ad esclusione del socio di maggioranza o di chi ha presentato quella lista. In questo caso, però, il correttivo necessita di modifiche legislative.

A volte sono gli stessi proxy advisor a consigliare di vota-

re per la lista dell'azionista di maggioranza (o del cda) per ragioni "strategiche": è il caso in cui sia in ballo la nomina del presidente del collegio sindacale, che spetta alla lista di minoranza che ha avuto più voti. Così, per assicurare che la lista Assogestioni si aggiudichi il presidente del collegio sindacale, gli istituzionali appoggiano la lista concorrente. Si spiega così, ad esempio, il "risicato" 15% dei voti ottenuti in Generali o il 16% a Ferragamo, mentre il caso di Saipem è più articolato. L'indicazione di Mario Busso nella lista Assogestioni, infatti, aveva sollevato le perplessità del potente proxy Iss, in quanto il noto professionista (tra l'altro è membro del collegio dei revisori della Compagnia di San Paolo) è stato oggetto di una multa Consob per 75 mila euro, contro la quale Busso ha fatto ricorso in Cassazione. Al momento della votazione si sono visti gli effetti: la lista promossa da Assogestioni ha portato a casa l'elezione del presidente del collegio sindacale, ma i voti sono stati pari solo al 3% dei presenti (forse il minimo in assoluto).



Tommaso Corcos, presidente di Assogestioni

stato oggetto di una multa Consob per 75 mila euro, contro la quale Busso ha fatto ricorso in Cassazione. Al momento della votazione si sono visti gli effetti: la lista promossa da Assogestioni ha portato a casa l'elezione del presidente del collegio sindacale, ma i voti sono stati pari solo al 3% dei presenti (forse il minimo in assoluto).



chi sarebbe pronto a incorporare le due banche, c'è Cariparma/Credit Agricole.

I casi di borsini interni che, al riparo del mercato, continuano a funzionare, ci sono. Gli azionisti della Banca di Piacenza continuano a scambiare titoli. E per quanto riguarda la Cassa di risparmio di Asti, con un incoraggiante valore p/bv di 0,86, passano di mano azioni per 100mila euro a settimana. Un risultato ottenuto lasciando che il prezzo sia definito dal rapporto fra venditori e compratori, senza impuntature su valori irreali. Gli azionisti in uscita hanno accettato di rinunciare al 60 per cento del valore nominale dei titoli dalle quotazioni massime, pur di liberarsene. Seguendo l'esempio, altre banche hanno deciso di adeguarsi alle indicazioni della Consob puntando sul borsino interno, senza quindi appoggiarsi a operatori terzi, come Banca Etica e le popolari del Frusinate e di Cortona, oltre alla Banca Agricola di Ragusa.

16

MILIARDI DI EURO

È la somma del capitale netto delle banche popolari e delle casse di risparmio non quotate. A questa cifra si devono aggiungere altri 1,7 miliardi circa di capitale delle quattro good bank (Banca dell'Etruria, Banca delle Marche, Cassa di risparmio di Chieti e Cassa di risparmio di Ferrara)