

COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

PERCHÉ IL GOVERNO CONTINUA A TENTENNARE SULLE NOMINE

► Dopo la prorogatio della prorogatio decisa per le presidenze, rispettivamente, di Agcom e del Garante della privacy fino al prossimo mese di marzo, un *unicum* nella pur densa storia dei rinvii e delle lottizzazioni partitiche di cariche pubbliche, si prospetta ora il caso dell' Agenzia delle entrate la quale, essendo imminente il pensionamento di Aldo Polito che sta surrogando il presidente, rischia di rimanere del tutto acefala se il governo non provvederà tempestivamente alla nomina del nuovo presidente. Dopo quanto si continua a propalare sull' azione di contrasto dell' evasione formulando cifre dei possibili introiti anche poco credibili, è maggiormente insostenibile una condizione di stallo sul vertice dell' Agenzia. La paralisi che caratterizza l' esecutivo quando deve decidere una nomina è infaustamente premonitrice di quel che succederà quando nei prossimi mesi si dovranno nominare ex novo o confermare esponenti di vertice di imprese pubbliche, a cominciare dalle principali, tanto da far prevedere l' accumularsi di decisioni per diverse centinaia di nomine, dirette e indirette. Oggi, se confermata la riunione del Consiglio dei ministri, si coglierà l' occasione per assumere una decisione concernente la predetta Agenzia? O, non realizzandosi all' interno della maggioranza una convergenza in nome del *do ut des*, si eviterà di affrontare l' argomento? Quello delle nomine pubbliche è il campo nel quale si dovrebbe manifestare una discontinuità da parte del governo, rispetto al recente e al meno recente passato. Invece, questo tema è accuratamente tenuto fuori dagli incontri ufficiali della maggioranza, dalle dichiarazioni pubbliche, dalle informazioni alla stampa. Eppure esso costituisce il cuore della partitocrazia. Sembra quasi che tutte le prediche sulla casta ormai siano accuratamente passate all' oblio e manca poco che venga riesumato il Manuale Cencelli, vigente nella Prima Repubblica, riguardante le spartizioni partitiche secondo accuratissimi dosaggi: un' apoteosi del metodo delle spoglie. Neppure si pensa a dovere quanto meno imbellettare i procedimenti per il conferimento di tali incarichi definendo percorsi fondati su di una sufficiente dose di valutazione meritocratica oggettiva. L' optimum sarebbe, invero, definire per legge in via generale criteri, requisiti, procedure, riscontri anche parlamentari da seguire per deliberare le nomine in questione o per rilasciare i prescritti pareri. E ciò avrebbe fatto e farebbe un governo che intenda dare dei segnali di svolta e valorizzare i meriti, le competenze, l' esperienza, l' onorabilità e l' idoneità, anziché puntare sugli sperati effetti della lottizzazione. Tra le misure da adottare in questo campo vi sono anche quelle che riguardano i pareri obbligatori ma non vincolanti che il governo deve esprimere sulla nomina, decisa dal Consiglio superiore della Banca d' Italia, di Daniele Franco a direttore generale e su quella a vicedirettore generale di Piero Cipollone. Le nomine sono state deliberate il 20 dicembre. La mancanza dei pareri (si ripete, non vincolanti) ostacola il corso della nomina verso la Presidenza della Repubblica, essendo il Capo dello Stato l' unico soggetto abilitato alla valutazione e all' approvazione, con proprio decreto, delle nomine stesse. Un iter della specie dovrebbe svolgersi tempestivamente, non certo potendosi contagiare una Banca centrale, che è parte dell' Eurosistema, con il virus del temporeggiamento. In questo caso, le nomine sono giuridicamente perfette; per la loro efficacia occorre l' approvazione del Presidente della Repubblica, non dell' esecutivo. Sarebbe più che doveroso che anche oggi, a distanza di venti giorni dalle nomine, i pareri venissero finalmente espressi. (riproduzione riservata)

Angelo De Mattia

Le società benefit sono un' eccellenza italiana da coltivare assolutamente

DI CARLO BELLAVITE
PELLEGRINI E MARCO SERACINI

Alcuni commi della Legge Finanziaria 2016 (legge 208/2015), più precisamente quelli dal 376 al 384, sono stati dedicati alle «società benefit», per impulso del senatore Mauro Del Barba, promotore della legge. Non si tratta di una nuova tipologia societaria, dal momento che non è stato introdotto tale modello societario nel Codice civile. La società benefit si colloca, a tutti gli effetti, nel contesto di diverse tipologie di società di persone o di capitali, e quindi for profit, con la peculiarità che «nell' esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse», come recita il comma 376 della sopra menzionata legge 208/2015. Si tratta, pertanto, di un modello di impresa fortemente orientato verso una stakeholder mission di carattere sicuramente innovativo. Tuttavia questa prospettiva, pur collocandosi nel solco delle «benefit corporation» degli Stati Uniti, precede e non segue questo orientamento culturale che si è andato sviluppando e rafforzando in modo molto rilevante nel corso del triennio 2017-2019 e quindi dopo la formulazione della Legge Finanziaria sopra menzionata. In questa capacità di anticipare temi e prospettive si colloca appunto l' eccellenza italiana.

Nel corso di questi anni circa 380 società hanno adottato la denominazione società benefit, di cui circa l' 87% società a responsabilità limitata, l' 8% società per azioni e la parte rimanente cooperative e società di persone. Per quanto riguarda la distribuzione geografica, la maggior parte di queste si trovano in Lombardia (36,8%), seguono il Lazio (14,6%) e l' Emilia-Romagna (9,1%), mentre per quanto riguarda le tipologie di business, il 35,3% si colloca nei servizi, il 16,8% nella consulenza e il 12,1% nella distribuzione. A oggi hanno adottato tale denominazione anche società di rilevanti dimensioni non quotate, ma nessuna quotata. Alcune prime evi-

denze empiriche hanno messo in luce che la probabilità di trasformazione in società benefit è correlata negativamente con un fattore dimensionale, in particolare il totale dell' attivo contabile, e correlata positivamente con la percentuale di possesso del primo azionista. L' assenza, al momento, di quotate dal novero delle società benefit indica che, a fronte di una crescente attenzione verso le aziende maggiormente caratterizzate da una Esg advocacy, gli investitori istituzionali sono più orientati a dare importanza alla sostanza piuttosto che alla forma. In altri termini, gli investitori si aspettano che le aziende si comportino in modo sostenibile e forniscano una dimostrazione sostanziale di ciò, senza necessariamente essere attaccati a una determinata denominazione e ai relativi requisiti. Sotto un altro aspetto, l' attuale normativa italiana non offre alle società benefit alcun vantaggio o agevolazione a esclusione di un primo importante riconoscimento, in materia di contratti pubblici, approvato dal Parlamento il 19 dicembre 2019, in sede di conversione del decreto-legge 26 ottobre 2019, n. 124 (c.d. decreto fiscale). La giustapposizione, a livello statutario, di finalità diverse dalla massimizzazione del valore corrente del capitale economico dell' impresa, porta, implicitamente, anche se non esplicitamente, a una prospettiva di superamento, magari parziale, dell' articolo 2247 del Codice civile secondo il quale «con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l' esercizio in comune di un' attività economica allo scopo di dividerne gli utili». Il comma 376 infatti prevede la definizione di prospettive specifiche nel contesto della sostenibilità e della sensibilità Environmental, Social and Governance, temi attualmente molto apprezzati dai mercati e dagli investitori, direttamente a livello statutario. Tutto ciò apre la strada a prospettive molto interessanti, in termini societari e di business, e a qualche cautela in sede di trasformazione in società benefit. Siamo convinti che

le prime siano decisamente maggiori delle seconde. Proviamo ora a passare rapidamente in rassegna entrambe le prospettive. In un mondo orientato sempre più verso l' importanza della sostenibilità, l' adozione del modello benefit rappresenta un commitment molto forte e apprezzato dal mercato, potenzialmente complementare, ma non alternativo, a buoni scoring Esg. Da questo punto di vista è plausibile ritenere che la modifica statutaria non porti penalizzazioni sul valore corrente del titolo, ma che, in un contesto di tassi negativi, questi potrebbero quotare a premio e non a sconto. Le società benefit potrebbero pertanto essere particolarmente interessanti per quei settori a rilevante impatto sociale, come le utilities o intermediari creditizi con forte radicamento territoriale o come holding di gruppi industriali che hanno sviluppato particolare attenzione ai temi della sostenibilità. Per quanto riguarda la principale delle cautele, ovvero se in caso di trasformazione in società benefit possa scattare il diritto di recesso da parte dei soci dissenzienti, chi scrive ritiene che la possibile diminuzione e non aumento del livello di rischio di tale modello societario dovrebbe rendere più remota tale ipotesi, anche se su questo punto sarebbe utile un chiarimento legislativo.

Il superamento della massimizzazione del profitto come scopo dell' impresa a favore di una visione orientata a garantire nel tempo la creazione di valore per tutti gli stakeholders (e non più per i soli shareholders), garantirà inevitabilmente il successo delle aziende Esg oriented, tra cui, naturalmente, le società benefit. L' introduzione nel nostro ordinamento delle società benefit ha rappresentato un autentico breakthrough giuridico, a cui appare però necessario che il legislatore, oltre a una parola definitiva in materia di diritto di recesso, faccia seguire concreti vantaggi, magari sotto forma di incentivi ed agevolazioni a favore degli investitori, così da favorire da un lato lo sviluppo delle società benefit e, dall' altro, una maggiore capitalizzazione delle imprese. (riproduzione riservata)

Il 2020 sarà l' anno degli attivi rischiosi

DI NEIL ROBSON*

Le prospettive per gli attivi rischiosi nel 2020 sono molto incoraggianti. Il fattore più importante è l' allentamento monetario su scala globale del 2019; le banche centrali che controllano i due terzi dell' economia mondiale hanno infatti tagliato i tassi. Ne consegue un rischio di recessione esiguo e un aumento della fiducia dei consumatori. Ciò rappresenta anche un significativo taglio del costo del capitale per le imprese; in linea generale, si ritiene che una riduzione di 100 punti base del rendimento dei Treasury a dieci anni si traduca in un aumento di circa il 15% dell' S&P 500. Quest' anno il rendimento decennale è sceso di 150 punti base. Occorrerebbe un incremento netto

dei rendimenti obbligazionari per arrestare questa tendenza. La crescita degli utili delle società dell' S&P 500 è pari all' incirca al 2-3% su base annua, ma potrebbe facilmente accelerare al 12% nei prossimi 12 mesi, soprattutto dal momento che è molto poco probabile che la Federal Reserve inasprisca la propria politica monetaria in un anno di elezioni.

A prescindere dalla portata, un eventuale accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina imprimerebbe ulteriore slancio all' espansione degli utili. La produzione industriale si è

rivelata molto debole (la Germania è in calo del 5% su base annua), ma alcuni segnali indicano che il ciclo potrebbe essere prossimo a una svolta e, supponendo che non si verifichi una recessione, prevediamo un incremento del 3% per la Germania il prossimo anno. Le aziende di alta qualità operanti in settori più ciclici (semiconduttori e prodotti chimici, per esempio) metteranno a segno buone performance almeno durante la prima metà dell' anno e riteniamo che le quotazioni di Google potrebbero migliorare malgrado la minaccia di un inasprimento della regolamentazione per i colossi tecnologici. (riproduzione riservata)

*responsabile Azioni globali di Columbia Threadneedle Investments