

Finanza & Mercati

Il rapporto
Metalli per il mercato
vale come quello del ferro —p.30

Matricole
Argotec, nuovo cda e nuovi soci
per il piano con vista sull'Ipo —p.31



CONTENUTI PREMIUM
Approfondimenti di mercato,
inchieste, notizie delle società
quotate a Piazza Affari: i contenuti
originali nell'area premium
del sole24ore.com
[ilssole24ore.com/sez/finanza](https://www.sole24ore.com/sez/finanza)



Fininvest, primo doppio nodo per gli equilibri tra eredi-soci

Le volontà di Berlusconi

L'ipotesi di maggioranze qualificate per bilanciare i pesi tra figli maggiori e minori

Senza accordo con i fratelli, per Barbara, Eleonora e Luigi quattro (difficili) vie d'uscita

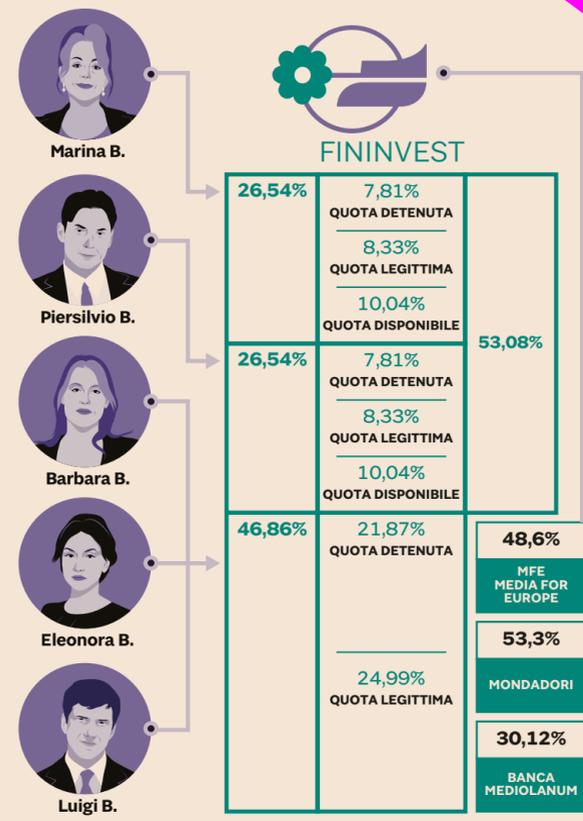
Marigia Mangano

Silvio Berlusconi ha affidato la guida del suo impero ai figli maggiori Marina e Pier Silvio. A loro andrà il controllo assoluto di Fininvest e con esso la maggioranza del patrimonio. I tre eredi più giovani, Luigi, Barbara ed Eleonora manterranno la posizione finora detenuta, e cioè quella di semplici soci di minoranza. La nuova mappa delle quote ereditate e la struttura della governance di Fininvest sembrano infatti imporre e ribadire con forza il modello che ha governato la holding durante la vita del fondatore: a comandare è solo chi detiene il controllo. Prima lo deteneva Silvio Berlusconi e, dopo di lui, quello stesso potere apparterrà ai fratelli maggiori. Un equilibrio che ha retto durante la gestione del Cavaliere, ma che oggi è evidentemente oggetto di confronto e discussione. Negli ultimi giorni, si racconta, ci sarebbero stati diversi incontri tra Luigi e Marina e Pier Silvio. Sul tavolo, la nuova mappa dell'impero, ma soprattutto i criteri che saranno utilizzati per la redistribuzione delle quote agli eredi. E qui si aprono molteplici scenari. Cosa faranno Barbara, Luigi ed Eleonora? Accetteranno il loro ruolo di soci di minoranza silenziosi o chiederanno più potere? E soprattutto, c'è il rischio di una separazione e liquidazione degli eredi?

Revisione della governance

Secondo quanto disposto da Silvio Berlusconi nel testamento del 2006, a Marina e Pier Silvio sarà assegnata una quota del 29,9% a testa del patrimonio, per un totale del 59,9%, mentre Barbara, Luigi ed Eleonora, saranno destinatari tutti insieme del 39,9% di quello stesso patrimonio. Secondo Forbes il patrimonio di SIL-

I figli del Cavaliere e le quote Fininvest



Illustrazioni: Giorgio De Marinis

vio Berlusconi è di circa 6,4 miliardi. Alcune stime che circolano negli ambienti finanziari parlano di un valore oggetto di distribuzione di circa 5 miliardi di euro. Solo la parte di Fininvest ne vale 3,9 a cui aggiungere il portafoglio immobiliare, fatto di ville e appartamenti, e poi gli yacht, le opere d'arte, altri investimenti e la liquidità. Se si parte da quella cifra si può calcolare che a

La mappa delle quote ribadisce il modello che ha governato la holding: comanda solo chi ha il controllo

Marina e a Pier Silvio spettano circa 1,5 miliardi di euro a testa. Dunque complessivamente, 3 miliardi di euro. Per i fratelli più piccoli, si può stimare un'eredità di circa 660 milioni di euro a testa, per un totale di quasi 2 miliardi di euro. La struttura di Fininvest, così come l'organizzazione di gran parte degli immobili del Cavaliere, custoditi in una società battezzata Dolcedrago, agevola almeno sulla carta la divisione attraverso l'assegnazione di quote societarie secondo queste stesse proporzioni. Il punto è che entrambe le società a cui fanno capo le aziende e i cespiti immobiliari sono fuori dal listino azionario e proprio per questo moti-

vo sono rette da statuti che non impongono maggioranze qualificate. Insomma, ai figli maggiori è affidato il controllo assoluto. Un "potere" che permette loro di gestire liberamente non solo la parte del patrimonio loro assegnato, ma anche quei 2 miliardi di patrimonio di proprietà di Luigi Barbara ed Eleonora. Da qui l'impressione che Marina richieda che potrebbe avallare i fratelli più giovani sia la gestione della governance di Fininvest e del Dolcedrago, prevedendo maggioranze qualificate su tematiche sensibili. C'è chi osserva, però, che Marina e Pier Silvio non avrebbero alcun interesse a concedere poteri di veto. Non lo prevede lo statuto e nessuno tranne loro può modificarlo. Tanto più che la governance costruita dal padre si è sempre retta su questi meccanismi.

Impugnazione o vendita

In assenza di aperture verso una governance capace di tutelare anche i soci di minoranza, secondo diversi osservatori per Barbara Luigi ed Eleonora ci sarebbero pochi margini di manovra. La prima, immediata, sarebbe procedere all'impugnazione del testamento. Avviare dunque una battaglia legale i cui esiti sono tutti da verificare. L'alternativa sarebbe quella di chiedere ai nuovi soci di controllo di Fininvest di essere liquidati. Ma anche in questo caso, si fa notare che Marina e Pier Silvio non avrebbero alcun interesse a staccare un assegno miliardario per qualcosa che è, di fatto, già di loro proprietà. D'altro canto, lo statuto della finanziaria non prevede limiti alla circolazione e al trasferimento delle azioni. Quindi, in teoria, la Holding Italiana Quattordicesima potrebbe mettere in vendita la quota del 47% di Fininvest ad essa assegnata. Ma quale investitore entrerebbe nella holding sapendo di non avere alcun potere di gestione o di tutela?

Infine c'è chi osserva che un possibile schema di accordo potrebbe passare da uno scambio tra azioni e immobili. In altre parole, un accordo tra gli eredi che trasferisca l'intera Dolcedrago e altri cespiti immobiliari o tesori del Cavaliere al ramo di Barbara Luigi ed Eleonora, in cambio di un ridimensionamento della stessa Holding italiana Quattordicesima nel capitale di Fininvest.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



La famiglia. I figli di Silvio Berlusconi al funerale del padre in Duomo a Milano

I primi passi

OCCORRE GOVERNARE LA COMUNIONE

di Angelo Busani

La disposizione testamentaria che istituisce eredi una pluralità di figli, taluno per la quota di legittima e talaltro per la quota disponibile, genera una comunione tra gli eredi stessi, qualsiasi sia la composizione qualitativa del patrimonio del defunto: azioni, strumenti finanziari, denaro, immobili, opere d'arte eccetera.

Ad esempio, se l'eredità è lasciata a cinque figli, a due dei quali siano attribuite la legittima e la disponibile e a tre dei quali sia attribuita la legittima, e l'eredità comprenda tanti pacchetti azionari quante fossero le società partecipate dal defunto, su ciascuno di detti pacchetti azionari si origina una comproprietà tra i predetti eredi nelle seguenti quote:

- nove trentesimi (4/30 + 5/30) ciascuno ai due figli beneficiari della legittima e della disponibile;
- quattro trentesimi ciascuno ai tre figli beneficiari della sola legittima (i quali, detto per inciso, essendo stati limitati dal testatore alla sola quota di legittima, non possono essere gravati da legati, in quanto l'articolo 549 del Codice civile radicalmente e inderogabilmente vieta l'apposizione di «pesi o condizioni sulla quota spettante ai legittimari»).

Con riguardo ai pacchetti azionari (ma anche a ogni altro bene ereditario facilmente divisibile, come il denaro) è frequente commettere l'errore che dalla trasmissione ereditaria si origina, in automatico, una suddivisione tra gli eredi: se, in ipotesi, Berlusconi fosse stato proprietario di 300 azioni, l'apertura del suo testamento non avrebbe comportato la formazione di cinque pacchetti azionari (90 azioni a ciascuno dei due figli più anziani, 40 azioni a ciascuno dei tre figli più giovani) ma avrebbe comportato la formazione, sull'intero pacchetto di 300 azioni, di una comunione cui parteciperebbero per 9/30 ciascuno i due figli più giovani e per 4/30 ciascuno i tre figli più giovani.

Insomma, la situazione che si origina nel caso di un'eredità avente a oggetto un bene divisibile non è diversa da quella che consegue qualora il bene trasmesso dal *de cuius* sia indivisibile: se in eredità c'è un appartamento di cinque stanze, gli eredi ne divengono comproprietari per la rispettiva quota di eredità e non certo ottengono la proprietà di una

stanza cadauno. Per realizzare la suddivisione di un patrimonio ereditario (indifferentemente composto da beni divisibili o indivisibili) occorre, dunque, che ci pensi per tempo il testatore, disponendo la divisione nel suo testamento (come ad esempio fece Caprotti) o che vi provvedano gli eredi dopo l'apertura della successione: assolvendo, in tal caso, l'imposta di registro con l'aliquota dell'1% (applicata al valore oggetto di divisione) ed effettuandola, se si tratta della successione in un pacchetto azionario «di controllo», non prima di cinque anni dall'apertura della successione perché, se si divide prima del decorso di tale quinquennio, si perde l'esenzione totale da imposta di successione della quale il pacchetto azionario ha beneficiato (articolo 3, comma 4-ter, del Dlgs 346/1990, il Testo unico dell'imposta di successione). La comproprietà di un pacchetto azionario comporta che

IL SUBENTRO In attesa di ripartire il patrimonio va nominato un rappresentante per gestire le azioni

i «comunisti» (così si chiamano, ebbene sì, i partecipi di una comunione) devono nominare un rappresentante comune (articolo 2347 del Codice civile), in mancanza del quale le azioni oggetto di comunione non possono esprimere il voto in assemblea, non potendosi intervenire il singolo comproprietario individualmente.

Per la nomina del rappresentante comune e per le istruzioni di voto, la compagine dei comunisti decide con il voto favorevole della loro maggioranza assoluta e cioè con la quota del 50,01 per cento, vale a dire, nel caso di Berlusconi, con la quota dei 16/30. Peraltro, dato che l'articolo 2347 richiama solo gli articoli 1105 e 1106 e non l'articolo 1107 (relativo alle decisioni straordinarie che dispone la maggioranza dei due terzi), si potrebbe discutere se anche questa norma, in effetti non richiamata dall'articolo 2347, si applichi alla comproprietà di azioni societarie.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Sul Monza parte il sondaggio del mercato

Calcio & finanza

Lazard al lavoro sul dossier I fondi d'Oltreoceano attratti da diversi club di Serie A e B

Carlo Festa
MILANO

Gli investitori americani puntano nuovamente i riflettori sul calcio italiano. Dopo il Milan, la As Roma, la Fiorentina, lo Spezia, il Genoa, l'Atalanta e la recente vendita della Triestina, ceduta al fondo Usa Lbk Capital, anche il dossier del Monza, attualmente controllato da Fininvest, è finito sul tavolo di alcuni gruppi statunitensi, oltre che all'attenzione dell'imprenditore greco Evangelos Marinakis, già proprietario dell'Olym-

piakos. L'operazione sul club brianzolo è in fase iniziale e al lavoro, secondo le indiscrezioni, sarebbe la banca d'affari Lazard. L'idea è quella di proseguire con la permanenza in Serie A, per garantire il valore futuro dell'asset e giustificare gli investimenti effettuati. La cessione è nei programmi, anche se non nel breve termine. Insomma, Fininvest punta a vendere, ma non a svendere.

Gli investitori Usa restano in prima fila, interessati al calcio italiano. Del resto, anche un altro storico club come il Brescia, ripescato in Serie B, è potenzialmente in vendita e ha attirato interessi statunitensi. Il proprietario Massimo Cellino ha affidato, un mese fa, un mandato ai consulenti finanziari di Pirola Corporate Finance per la vendita del club e l'attività esplorativa per la ricerca di investitori è in corso.

Il club più rilevante e blasonato, potenzialmente in vendita, resta

però l'Inter. C'è da segnalare, nelle ultime settimane, l'attivismo della banca d'affari Goldman Sachs e del consulente finanziario Raine Group, che avrebbero ripreso a valutare potenziali investitori di Oltreoceano per la società.

Il presidente Steven Zhang, il cui patrimonio personale è stato messo nel radar di creditori come la China Construction Bank Corporation che chiede la restituzione di 300 milioni, sarà costretto a prendere una decisione nei prossimi mesi. Nella primavera del prossimo anno scadrà infatti il prestito (non ancora utilizzato totalmente) del fondo statunitense Oaktree (275 milioni esclusi gli interessi) alla holding lussemburghese Great Horizon. Proprio Zhang punta a trovare una soluzione e a rifinanziare il prestito con Oaktree, già ora caratterizzato da tassi elevati.

Le risorse inaspettate arrivate grazie alla finale raggiunta in Champions

League dal club con il Manchester City hanno mutato momentaneamente la situazione. Il budget del 2022-2023 della società nerazzurra prevedeva infatti introiti Uefa soltanto fino agli ottavi di finale. I numeri sono stati invece ben migliori rispetto alle attese iniziali. Zhang è quindi convinto che la holding di famiglia, Great Horizon, una volta onorati gli interessi con Oaktree, possa allungare il prestito ancora di qualche anno.

Si tratta di uno scenario in continua evoluzione, dove si sono materializzati, nei mesi passati, sul dossier alcuni investitori americani e il fondo del Bahrein Investcorp, già interessato un anno e mezzo fa al Milan.

Il nodo principale resta l'elevata valutazione del club da parte dello stesso Zhang, che è superiore a quella (circa 1,2 miliardi di euro) con la quale un anno fa è stato ceduto il Milan alla RedBird di Gerry Cardinale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA