



**Politecnico
di Torino**

Politecnico di Torino

Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
Percorso Gestione dell'Innovazione e Imprenditorialità
Sessione di Laurea dicembre 2023

Analisi delle strutture dei diritti di voto fra reazioni dei mercati e valutazioni di performance

Relatrice:

Rondi Laura

Candidato:

Bottero Andrea

Matricola: 296021

Anno Accademico 2022/2023

SOMMARIO

Introduzione	3
1. Corporate Governance	7
1.1 Definizioni e letteratura passata.....	7
1.2 Problemi di Corporate Governance.....	13
1.2.1 Rapporto manager-azionisti.....	14
1.2.2 Benefici privati del controllo.....	16
1.3 Meccanismi di Corporate Governance.....	25
1.3.1 Meccanismi esterni	26
1.3.1.1 Scalata e guerra delle deleghe	26
1.3.1.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni.....	29
1.3.1.3 Pressione competitiva sul mercato dei manager	31
1.3.1.4 Contesto legislativo e istituzionale	32
1.3.2 Meccanismi interni	34
1.3.2.1 Consiglio di amministrazione.....	34
1.3.2.2 Schemi di retribuzione dei manager	36
1.3.2.3 Block-holders	38
1.3.2.4 Struttura dei diritti di voto.....	38
1.3.2.5 Disciplina del debito	40
1.4 Riforme di Corporate Governance.....	41
1.4.1 Focus sugli Stati Uniti, Francia e Germania.....	41
1.4.2 Focus sull'Italia	44
2. Dual Class Share.....	49
2.1 Strumenti per garantire il controllo.....	49
2.1.1 Patti di sindacato.....	51
2.1.2 Piramidi societarie	52
2.1.3 Partecipazioni incrociate	54
2.1.4 Struttura azionaria a doppia classe.....	55
2.2 Benefici	57
2.3 Costi	61
2.3.1 Tipologia di controllori e differenze di wedge.....	63
2.4 Dual class recapitalizations	66
2.4.1 Evidenze empiriche.....	69
2.5 Dual class giovani vs mature.....	77
2.6 Sunset provisions	80
2.7 Dual class share in Italia.....	85

3. Unificazioni	99
3.1 Introduzione.....	99
3.2 Determinanti dell'unificazione	101
3.3 Conseguenze dell'unificazione.....	108
3.4 Evoluzione del potere di voto.....	111
3.5 Lato oscuro delle unificazioni	115
3.5.1 Forma di espropriazione della ricchezza	116
3.5.2 Insider trading.....	119
3.6 Effetto totale di un'unificazione: un semplice modello	120
3.7 Compensazioni: quando offrirle?.....	123
3.8 Unificazioni in Italia	126
3.8.1 Fattori chiave delle unificazioni	126
3.8.2 Caratteristiche dual class unifications	131
3.8.3 Tipologie di unificazioni	134
3.8.4 Effetto annuncio.....	137
3.8.5 Espropriazione azionisti di minoranza	141
4. Dual class, Ipo e Underpricing	146
4.1 IPO: benefici e costi del quotarsi in Borsa	146
4.1.1 Costi.....	147
4.1.2 Benefici	151
4.2 Che cos'è l'underpricing?	155
4.3 Legame underpricing-struttura dei diritti di voto.....	159
4.4 IPO long run performance: dual class share vs one share one vote	164
4.5 Rinascita dual class	171
4.6 IPO, underpricing e valutazioni di performance in Italia	179
4.6.1 IPO, mercati azionari e motivi del loro lento sviluppo	179
4.6.2 Il fenomeno dell'underpricing	189
4.6.3 Prestazioni delle aziende prima e dopo la quotazione.....	196
Conclusioni	206
Bibliografia	212
Sitografia	223
Ringraziamenti	225

Introduzione

Questo elaborato si propone di analizzare le strutture dei diritti di voto, portando avanti un confronto fra le aziende a doppia classe di azioni e quelle che seguono il principio “one share one vote” su vari aspetti cruciali riguardanti la governance aziendale. La scelta di una struttura piuttosto che un'altra è fondamentale poiché ha un impatto significativo sulla reazione dei mercati finanziari in seguito a determinati eventi, nonché sulle performance a breve e lungo termine delle società quotate in Borsa. Verranno analizzati avvenimenti chiave all'interno della vita di una società, come la ricapitalizzazione a doppia classe e l'unificazione delle classi azionarie, e, con l'ausilio di evidenze empiriche, verrà valutata la reazione dei mercati a queste trasformazioni. Si procederà anche ad un confronto fra le aziende dual class e single class in seguito alla quotazione nel mercato borsistico, valutando come queste strutture influenzano parametri finanziari chiave, tra cui il prezzo delle azioni, il rendimento e il valore dell'azienda.

Nel primo capitolo si introduce l'argomento della Corporate Governance: a partire da una panoramica della letteratura esistente, vengono esposti i principali problemi alla base del governo aziendale. Uno di questi è senza dubbio la separazione fra la proprietà e il controllo, la quale può generare conflitti di interessi tra gli azionisti di minoranza e chi detiene il potere decisionale, permettendo a quest'ultimo di mettere in atto comportamenti opportunistici, come ad esempio l'appropriazione indebita di risorse aziendali e l'estrazione di benefici privati a scapito dei piccoli investitori. Queste pratiche espropriative sono sicuramente ridotte quando il controllo è trasferibile: la contendibilità del controllo induce maggiormente il management a comportarsi in maniera corretta, tentando di massimizzare il valore aziendale. Successivamente, quindi, vengono introdotti alcuni strumenti che rendono il controllo più contendibile e, in generale, tutti i meccanismi di Corporate Governance, i quali hanno lo scopo di risolvere o limitare i problemi derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo ed evitare che vengano messe in atto da parte del maggiore azionista vere e proprie pratiche espropriative nei confronti degli azionisti di minoranza, cercando di allineare maggiormente i loro interessi. Infine, si introducono le principali riforme che sono state promulgate in alcuni Paesi europei, fra cui l'Italia, e negli Stati Uniti, atte a tutelare maggiormente i piccoli azionisti in seguito a numerosi scandali finanziari avvenuti a cavallo degli anni 2000, e a rendere più appetibili i mercati

finanziari nazionali in un momento storico in cui la competizione internazionale per il capitale azionario stava aumentando in seguito alla globalizzazione e alle numerose privatizzazioni.

Nel capitolo successivo, l'elaborato prosegue con l'analisi dei meccanismi utili per il rafforzamento e il consolidamento del controllo, permettendo a chi comanda la società di farlo anche con una partecipazione azionaria inferiore a quella ottimale e rendendo più difficile ad un ipotetico scalatore l'acquisizione della società. Tra questi spicca la struttura azionaria a doppia classe di azioni, sulla quale sarà incentrato tutto il secondo capitolo. Verranno analizzati i principali benefici e costi di questa struttura, anche in relazione a chi è colui che controlla la società: infatti, evidenze empiriche hanno dimostrato che il divario fra la percentuale dei diritti di voto e quella dei diritti patrimoniali non è sempre uguale, bensì varia molto a seconda di chi è al comando della società. Successivamente verrà introdotto un primo evento molto importante che comporta la trasformazione della struttura azionaria, ovvero la dual class recapitalization. Questo avvenimento, che permette ad aziende single class di creare una seconda classe di azioni che conferiscono al possessore un diritto di voto inferiore, può essere dettato da molteplici ragioni, sia positive che negative. Infatti, molti studiosi, che si sono cimentati nell'analizzare questo evento, sono arrivati a conclusioni diverse: per alcuni la ricapitalizzazione a doppia classe è un evento che aumenta valore per l'impresa, mentre per altri lo distrugge. Queste opinioni divergenti sono perlopiù dovute alla doppia natura della struttura dual class, che da un lato può nascondere un tentativo di entrenchment manageriale, mentre dall'altro può essere uno strumento utile per crescere in maniera molto più rapida. A supporto di queste tesi sono stati analizzati alcuni studi passati e sono state riportate alcune evidenze empiriche, le quali permettono di capire meglio come il mercato in passato ha reagito ad annunci di ricapitalizzazioni a doppia classe, valutando le performance e i rendimenti medi a lungo termine delle società che hanno trasformato la loro struttura azionaria rispetto a quelle che non lo hanno fatto. Successivamente vengono confrontate le società dual class fra di loro, analizzandole lungo tutto il ciclo di vita; ciò permette di capire in quali momenti la struttura azionaria a doppia classe di azioni presenta maggiori criticità, diventando più concretamente un rischio per gli azionisti di minoranza. Infine, date le numerose problematiche che si possono riscontrare in una società dual class nella sua fase di maturità, verranno introdotti i sunsets provisions, ovvero clausole di scadenza a tutela degli azionisti di minoranza che permettono di porre fine

all'utilizzo di questa struttura azionaria, permettendo il passaggio a quella single class. Il capitolo termina con un'analisi della struttura dual class nel contesto italiano.

Nel terzo capitolo si parlerà in maniera dettagliata di un altro evento importante che modifica la struttura azionaria di una società, ovvero la dual class unification. Questo avvenimento permette ad un'azienda dual class di eliminare la seconda classe azionaria, trasformando tutte le azioni di questo tipo in azioni ordinarie. In questo modo si elimina la discrepanza fra diritti di voto e quelli patrimoniali del maggiore azionista, riducendo sia il suo potere di voto sia la probabilità che si comporti in maniera scorretta nei confronti dei piccoli investitori. Questo evento verrà analizzato in tutte le sue sfaccettature: si partirà dal valutare i determinanti e le conseguenze di questa trasformazione della struttura azionaria, si passerà poi ad osservare come il potere di voto dell'azionista di maggioranza varia da prima a dopo tale avvenimento, e si analizzerà come il mercato reagisce all'annuncio delle unificazioni delle classi azionarie in Italia ed in altri Paesi. Dal momento che la struttura single class permette di risolvere i problemi derivanti dalla separazione fra i diritti di voto e quelli al cash flow, l'annuncio di questi eventi al mercato, tendenzialmente, ha un impatto positivo sul valore delle azioni; in particolare, i proprietari di azioni di seconda classe, le quali vengono scambiate ad un valore inferiore rispetto a quelle ordinarie, vedranno incrementare la loro ricchezza notevolmente post-unificazione. Da qui nasce il principale problema di questo evento, ovvero l'insider trading. Dal momento che le azioni di seconda classe, dopo tale evento, aumentano di valore a causa principalmente dell'acquisizione del diritto di voto, è possibile che venga data una compensazione a coloro che detengono azioni di prima classe; verrà presentato un modello semplice ma molto interessante che permetterà di capire meglio quando chi controlla l'azienda sarà più propenso a proporre tale compensazione, andando poi ad elencare quali sono i principali fattori che incidono sulla scelta. Infine, il capitolo termina con una panoramica sulle unificazioni delle classi azionarie in Italia, riportando alcune evidenze empiriche e dei casi di studio.

Per completare il confronto fra le due strutture dei diritti di voto, nel quarto capitolo verrà trattato il momento della quotazione in un mercato borsistico, la quale permette all'imprenditore di raccogliere capitale e finanziare eventuali opportunità di crescita. Quando le azioni vengono offerte agli investitori, esse vengono immesse sul mercato ad un prezzo

tendenzialmente inferiore al loro valore: si presenta così il fenomeno dell'underpricing. Dopo una prima trattazione generale, tale fenomeno verrà contestualizzato maggiormente all'interno dell'argomento focale di questa tesi, ovvero le strutture dei diritti di voto, analizzando eventuali legami che possono instaurarsi e osservando se le imprese dual class e quelle single class sono soggette a questo costo in maniera simile o totalmente diversa. Successivamente verranno analizzate le performance a lungo termine post-IPO delle aziende, sempre suddividendole in base alla loro struttura azionaria; riportando delle evidenze empiriche, si cercherà di far emergere se, nel lungo periodo, aziende dual class mostrino segni di underperformance rispetto a quelle single class o viceversa. Verranno trattati i cambiamenti drastici che hanno caratterizzato i mercati borsistici negli ultimi anni: se prima la maggior parte delle società quotate erano aziende ad azionariato diffuso con una struttura azionaria single class, ultimamente molte più imprese che hanno scelto di procedere con un'IPO sono controllate da azionisti di maggioranza che detengono una grande percentuale delle azioni e presentano più classi di azioni. Dunque, verranno analizzati i motivi che hanno portato a tali cambiamenti, cercando di far emergere le ragioni che hanno portato le imprese a quotarsi sempre più con una struttura dual class. Infine, verranno trattati gli argomenti principali di questo capitolo all'interno del contesto italiano: in particolare, verrà fatta una panoramica sui mercati azionari cercando di comprendere i motivi del loro lento sviluppo, si parlerà del fenomeno dell'underpricing riportando numerose evidenze empiriche ed infine verranno analizzate le caratteristiche delle imprese prima, durante e dopo la quotazione, cercando di capire i motivi che le hanno portate a procedere con l'IPO.

In sintesi, questo elaborato si propone di offrire un confronto esaustivo fra le strutture dei diritti di voto, le quali hanno un impatto diretto sulle decisioni aziendali e sulla strategia a lungo termine. L'obiettivo principale è, dunque, quello di analizzare in che modo le strutture dei diritti di voto possono incidere sulle performance delle imprese e influenzare le reazioni dei mercati, contribuendo così a una migliore comprensione di questo argomento critico.

1. Corporate Governance

1.1 Definizioni e letteratura passata

Il tema della Corporate Governance ha radici che possono essere rintracciate in epoche remote, sebbene i dibattiti abbiano avuto un'evoluzione nel corso dei secoli e, per come la intendiamo oggi, tale argomento ha guadagnato rilevanza principalmente nel XX secolo.

Le prime problematiche riguardanti aspetti di governance possono essere riscontrate nel 1602 in Olanda, a seguito della fusione di sei compagnie locali che portarono alla fondazione della Compagnia olandese delle Indie Orientali. In modo tale da controllare le azioni della compagnia e tutelare gli investitori, venne istituito il Collegio dei Nove, un organo di controllo che ispezionava l'operato di coloro che governavano, ovvero i Direttori. La Compagnia olandese delle Indie Orientali viene considerata la prima società per azioni della storia ed era quotata nel mercato borsistico di Amsterdam.

Soltanto lo scorso secolo, però, sono stati redatti i primi veri e propri principi di Governance Aziendale e negli anni diversi studiosi hanno provato a dare una loro spiegazione del concetto di Corporate Governance, facendo assumere a questo tema una connotazione sempre più internazionale.

Shleifer e Vishny (1997) hanno proposto una definizione secondo cui “Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”¹. I due economisti hanno quindi inteso la Corporate Governance come un insieme di regole che permette ai fornitori di capitale alle imprese di ottenere un rendimento adeguato dai loro investimenti. Essi pongono l'accento su problemi molto seri e nemmeno così poco probabili dal momento che possono essere riscontrati nella realtà un ingente numero di esempi, ovvero la possibilità che i managers delle imprese possano sottrarre fondi ai finanziatori, che dilapidino i finanziamenti su progetti personali o che non si sforzino abbastanza. Questi problemi nascono dal fatto che vi è una separazione fra proprietà e controllo dell'impresa e di conseguenza dal perseguimento di interessi diversi, dal momento che l'azionista vuole massimizzare il profitto mentre il manager principalmente la crescita e la

¹ Shleifer A. e Vishny R. W. (1997), “A survey of corporate governance”, Journal of Finance.

sicurezza del posto, che gli permettono di incrementare la remunerazione, il prestigio e il potere. Risulta essere necessario, quindi, mettere in atto delle azioni e redigere appunto un sistema di regole che permettano di incentivare maggiormente i managers, in modo tale da allineare quantomeno parzialmente i loro interessi con quelli degli investitori e di rafforzare e proteggere in maniera adeguata i diritti di quest'ultimi, cosicché possano ottenere un buon ritorno dagli investimenti effettuati.

Nel 1985, Williamson definì “standardizzate” le transazioni che erano descritte in maniera appropriata dalla microeconomia neoclassica. Un esempio è la compravendita di determinate merci, come il grano: all'interno del mercato vi è un elevato numero di produttori che riescono a fornire il prodotto ad una determinata qualità target e vi sono tanti potenziali clienti. In questo caso non risulta essere necessaria una forma di autorità che regoli la transazione, bensì si è sicuri, secondo il pensiero di Adam Smith, che il bene venga somministrato in maniera efficiente. In altri determinati contesti, come la compravendita di una macchina personalizzata, una volta che si è stipulato il contratto vi è il lancio in produzione. Da questo momento, il prodotto ha un valore presumibilmente più alto per il cliente piuttosto che per il mercato, il quale è intrappolato in una situazione di monopolio bilaterale con il produttore. Si viene così a creare una quasi-rendita, che è pari alla differenza di ciò che i due attori economici possono ottenere lavorando insieme rispetto a ciò che possono ottenere dal mercato.

A partire da queste considerazioni, Zingales (1997) diede una definizione più ampia di Corporate Governance, affermando che quest'ultima è “the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship”². Un sistema di governance è quindi fondamentale se da una relazione scaturiscono delle quasi-rendite, come nel caso illustrato precedentemente, e se non sono divise dettagliatamente ex-ante in un contratto. In caso contrario, il mercato competitivo non creerebbe alcuna possibilità di contrattazione, non si verrebbero a creare quasi-rendite e nessun set di vincoli sarebbe necessario per allocarle ai due attori economici. Data la generalità della definizione, successivamente affermò che la Corporate Governance è semplicemente il governo di una particolare forma organizzativa, una società, ritenendo che il governo societario sia il complesso insieme di vincoli che caratterizzano la contrattazione ex-post sulle quasi-rendite generate da un'impresa.

² Zingales L. (1997), “Corporate Governance”, The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law.

Secondo John e Senbet (1998), “Corporate governance deals with mechanisms by which stakeholders of a corporation exercise control over corporate insiders and management such that their interests are protected”³. Dietro a questa definizione, i due autori hanno quindi messo in evidenza il concetto di separazione fra proprietà e controllo, affermando quindi che la Corporate Governance è l’insieme di quei meccanismi con cui gli stakeholders (azionisti, creditori e altri finanziatori di capitale, ma anche dipendenti, consumatori, fornitori e il governo) controllano le azioni degli *insiders* e del management in modo tale da proteggere i loro interessi. Un corretto sistema di governance è quindi necessario dal momento che questa separazione tra proprietà e controllo è presente e genera tutta una serie di problemi d’agenzia, ed ha lo scopo di mitigare i conflitti di interessi esistenti fra le due parti.

Data l’importanza della governance a livello globale, oltre ai singoli studiosi che hanno provato ad approfondire tale tema proponendo una loro visione e interpretazione, nel corso degli anni anche istituzioni nazionali ed internazionali hanno iniziato a redigere codici, normative e impartire direttive. In questo modo si sono venuti a creare quadri legislativi nazionali e internazionali con lo scopo di promuovere i “buoni comportamenti” per un corretto governo societario. Nonostante ciò, è importante tenere conto del fatto che la governance è modellata non solo dai codici di autodisciplina, ma anche dagli usi, dai vincoli informali e dalle consuetudini che l’organizzazione ha sviluppato nel tempo. Di conseguenza, è spesso difficile incorporare tutti i vari aspetti dell’indagine in modelli concettuali prestabiliti.

L’OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) che oggi giorno conta 38 Paesi Membri, nel 1999 affermò che “Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, board, shareholders and stakeholders. Corporate governance also provides the structure and systems through which the company is directed and its objectives are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”⁴. Questa concezione di governance mette, quindi, in primo piano sia le relazioni che si instaurano fra i vari attori sia la necessità di definire obiettivi, modalità di raggiungimento e di monitoraggio.

L’organizzazione nata con lo scopo di riunire gli Stati membri in modo tale da farli discutere e migliorare le loro politiche economiche, ambientali e sociali, nel 1999 emanò i primi principi necessari per garantire una buona governance aziendale. Questi furono poi soggetti a

³ John, K. e Senbet L. (1998), “Corporate Governance and Board Effectiveness”, Journal of Banking and Finance.

⁴ OECD (2023), “Recommendation of the Council on Principles of Corporate Governance”.

rivisitazione e rielaborazione nel 2004, nel 2015 e infine nel 2023. Tali principi garantiscono un solido riferimento ai policy makers e agli attori del mercato per migliorare le politiche di corporate governance, sostenendo l'efficienza economica, la crescita sostenibile e la stabilità finanziaria. Inoltre, vengono modificati e integrati nel tempo per mantenere il loro ruolo di standard internazionale, specialmente quando si verificano cambiamenti significativi come la pandemia di COVID-19. All'interno dei territori nazionali, però, questi principi né sostituiscono né possono sovrastare le leggi territoriali, bensì hanno la sola funzione di prescrivere in maniera esaustiva le norme per una buona governance aziendale.

Nel documento “Recommendation of the Council on Principles of Corporate Governance” (2023) sono presenti i principi di governance suddivisi nelle seguenti sei sezioni:

- Garantire le basi per un quadro di corporate governance efficace: regolamentazione e promozione di mercati trasparenti ed equi, allocazione efficiente delle risorse, necessità che le autorità di vigilanza, regolamentazione ed esecuzione abbiano l'autonomia, l'integrità, le risorse e la capacità per svolgere le loro attività obiettivamente e tempestivamente.
- I diritti e il trattamento equo degli azionisti: protezione e tutela dei diritti degli azionisti, specialmente quelli di minoranza e stranieri, necessità di poter denunciare violazioni e ottenere ricompensa in tempi ridotti e costi ragionevoli.
- Investitori istituzionali, mercati azionari e altri intermediari: necessità di incentivare gli attori economici per promuovere investimenti, garantire il corretto funzionamento dei mercati azionari tutelando gli investitori.
- Divulgazione e trasparenza: assicurare che le società informino tempestivamente il mercato e tutti gli stakeholder sulle questioni rilevanti riguardanti l'impresa, compresa la situazione finanziaria, le performance, la sostenibilità, la proprietà e la remunerazione dei vertici aziendali.
- Le responsabilità del consiglio di amministrazione: gli amministratori devono prendere decisioni dopo essersi informati ampiamente, in buona fede, con diligenza e cura, e nell'interesse migliore dell'azienda e degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli stakeholder.
- Sostenibilità e resilienza: necessità di garantire incentivi alle aziende e ai loro investitori per prendere decisioni e gestire i rischi in modo tale da contribuire alla sostenibilità e alla resilienza dell'azienda.

In Italia, una definizione di Corporate Governance può essere rintracciata nel Codice di Autodisciplina, detto anche Codice Preda, la cui prima edizione venne pubblicata nel 1999 dal Comitato per la Corporate Governance, istituito anch'esso nel medesimo anno. In questo documento si afferma che essa è “il sistema organizzativo e di regole, secondo le quali le società sono gestite e controllate, risultato di norme e tradizioni, di comportamenti, dipendente dal sistema giuridico vigente”⁵.

I principi presenti nel codice miravano a raggiungere tre principali obiettivi:

- Massimizzare il valore per gli azionisti, con ripercussioni positive anche su tutti gli stakeholders
- Ripartire responsabilità e poteri
- Raggiungere corretto equilibrio fra gestione e controllo

L'adesione al codice non è obbligatoria, anche se, nel caso non si seguissero le norme presenti, bisogna necessariamente spiegare i motivi di eventuali deviazioni. Questo sistema organizzativo e di regole venne principalmente istituito in modo tale da uniformarsi agli standard internazionali e per dare maggiore sicurezza agli investitori stranieri che si sarebbero voluti affacciare nel mercato italiano.

In Gran Bretagna, nel 1992, il Comitato sugli Aspetti Finanziari della Corporate Governance stilò una serie di norme di comportamento che racchiuse all'interno del Cadbury Code. In questo documento si afferma che “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled”⁶. L'obiettivo di questo Codice era quello di definire responsabilità e comportamenti che ogni attore coinvolto avrebbe dovuto mantenere. Gli azionisti avrebbero dovuto incaricare direttori e revisori contabili in modo tale da controllare il corretto operato del management, mentre gli amministratori avrebbero dovuto governare diligentemente l'impresa, essendo loro i responsabili dell'andamento aziendale, e avrebbero dovuto rendicontare il loro operato agli azionisti. Come nel caso italiano, anche queste norme non dovevano essere seguite obbligatoriamente, bensì vigeva il principio del ‘comply or explain’.

In Germania, nel 2002, fu redatto il Code of Best Practice for Corporate Governance; in questo codice si afferma che “Corporate Governance is understood as the legal and factual

⁵ Preda (1999), Slide Lectio Magistralis, Politecnico di Milano.

⁶ Cadbury A. (1992), “Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance”.

regulatory framework for the management and supervision of an enterprise”⁷. Essa risulta essere quindi un complesso di raccomandazioni, suggerimenti e strumenti che mirano ad aiutare le imprese a creare valore in maniera trasparente, tutelando così gli azionisti, la forza lavoro dell’azienda e tutti gli stakeholders in generale.

Negli Stati Uniti, il California Public Employees Pension Fund (CalPERS) ha delineato su questo tema una serie di principi di buon governo societario, trattando la Corporate Governance come un “insieme di relazioni tra i diversi stakeholders nel determinare l’indirizzo generale e i risultati dell’impresa”⁸.

Infine, in Francia, nel rapporto Viénot si afferma che strumenti di corporate governance devono essere messi in atto per amministrare al meglio una società, non solo con l’intento di perseguire l’interesse dei vari stakeholders, bensì l’operato di un’impresa deve essere anche messo al servizio del Paese, in modo tale da raggiungere obiettivi comuni.

Come si può notare, esprimere in maniera univoca il concetto di Corporate Governance risulta essere complicato date le varie sfaccettature e i diversi focus che sono stati posti sulla questione nel corso degli anni. È evidente come, all’interno delle diverse economie di mercato occidentali, i concetti relativi alla corporate governance e alle finalità che questa deve perseguire nel sistema delle imprese siano eterogenei. Se però per concludere si volesse dare una definizione alquanto generale e che cerchi di riunire insieme tutte le varie definizioni proposte finora, si potrebbe affermare che con Corporate Governance si intende “l’insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un’impresa nell’interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria. Comunemente con il termine Corporate Governance si fa riferimento al sistema di direzione e controllo, e cioè a quell’insieme di meccanismi e di regole, giuridiche e tecniche, finalizzate alla conduzione del governo dell’impresa, che sia non solo efficace ed efficiente, ma anche corretto ai fini della tutela di tutti i soggetti interessati alla vita dell’impresa”⁹.

⁷ German Corporate Governance Code (as amended on 28 April 2022, convenience translation).

⁸ Servizio Studi della Camera dei Deputati e Senato della Repubblica (2004), “Norme di legge e regole di autodisciplina in materia di controllo sulla gestione delle società per azioni”.

⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Corporate%20Governance&text=Insieme%20di%20strumenti%2C%20regole%20e,sono%20interessati%20alla%20vita%20societaria.>

1.2 Problemi di Corporate Governance

Per analizzare in maniera completa i principali problemi esistenti alla base della Corporate Governance e quali riforme sono state promulgate, è necessario separare il contesto statunitense da quello europeo e portare avanti l'analisi in maniera parallela. Le imprese appartenenti a queste due aree geografiche, infatti, presentano assetti proprietari ricorrenti che si discostano, portando così all'emergenza di problemi societari dovuti a motivi diversi.

Come si può notare guardando la prima colonna della Figura 1, contenente le caratteristiche delle 20 aziende più grandi quotate in borsa, le società ad azionariato diffuso, all'interno delle quali non è presente alcun azionista che detiene più del 20%, sono molto comuni negli Stati Uniti (80%) e nel Regno Unito (100%) mentre molto rare in Italia (20%). Nella terza colonna emerge il fatto che la struttura piramidale è un modo per esercitare il controllo tipico dell'Europa continentale, dal momento che in Usa e nel Regno Unito la percentuale è pari a zero mentre in Francia, Germania e Italia tale percentuale raggiunge il 15-20%. Considerando la colonna quattro, e quindi la frazione dei voti detenuti dal maggiore azionista in tutte le società quotate, è evidente che la proprietà è altamente concentrata in Germania e Italia, dove il maggior azionista arriva a detenere il 55-57 % dei voti, mentre è molto più diluita nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Infine, è possibile analizzare la quota della capitalizzazione di mercato totale di un Paese detenuta dalle dieci famiglie più ricche; la colonna cinque mostra quindi che in Europa continentale tali quote sono molto più alte, facendo emergere il fatto che la proprietà delle aziende è maggiormente concentrata nelle mani di un piccolo numero di individui.

	<i>Widely held</i>	<i>Family control</i>	<i>Pyramid control</i>	<i>Median largest voting block</i>	<i>Family wealth</i>
France	60%	20%	15%	20%	29%
Germany	50%	10%	20%	57%	21%
Italy	20%	15%	20%	55%	20%
United Kingdom	100%	0%	0%	10%	6%
United States	80%	20%	0%	5% (NYSE) 9% (Nasdaq)	N.A.

Figura 1: Concentrazione e struttura proprietaria. [Fonte: Enriques e Volpin (2007)].

Negli Stati Uniti, dal momento che le imprese ad azionariato diffuso sono molto frequenti, obiettivo principale dei meccanismi di Corporate Governance è quello di gestire il

conflitto di interessi tra azionisti aventi quote piccole e potenti manager che controllano l'impresa. In Europa, dove la presenza di un azionista dominante è molto più frequente, è importante tenere sotto controllo il comportamento del principale azionista dal momento che spesso esercita il controllo senza possedere una grande parte dei diritti di flusso di cassa, utilizzando alcuni escamotage come la struttura piramidale, accordi fra azionisti e dual class share. Nel primo caso il problema principale scaturisce a seguito della netta separazione tra proprietà e controllo. La proprietà della società è suddivisa fra i vari azionisti mentre il controllo è affidato ai manager, secondo una relazione principale-agente in cui i primi affidano il potere gestionale dell'impresa a quest'ultimi. Nel secondo caso devono essere monitorati principalmente eventuali comportamenti dell'azionista di maggioranza atti a espropriare gli azionisti di minoranza.

1.2.1 Rapporto manager-azionisti

Molti studiosi si sono soffermati nell'analizzare questo rapporto fra azionisti e manager, andando a ricercare le cause dei principali problemi che possono sorgere. Adam Smith fu uno dei primi a trattare questo argomento: nella sua opera "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" affermò che "The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own"¹⁰. Egli pose quindi l'accento sulla differenza di impegno ed attenzione nel gestire il denaro nel caso in cui chi gestisce la società non combaciasse con chi la possiede: atteggiamenti di negligenza e prodigalità rischiano di essere molto più frequenti.

Secondo Berle e Means (1932), in una società ad azionariato diffuso risulta essere complesso controllare l'operato dei manager perché nessun azionista risulta essere invogliato e stimolato nel portare avanti azioni di monitoring. Questo comportamento di free-riding da parte dei piccoli azionisti nasce dal fatto che dovrebbero sostenere interamente i costi di queste azioni di controllo mentre il beneficio sarebbe suddiviso fra tutti gli azionisti. Per tale motivo, colui

¹⁰Smith A. (1776), "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations."

che detiene una piccola quota non si carica il peso del controllo bensì lo lascia a qualcun altro e se continua a non essere soddisfatto vende le proprie azioni.

Secondo Marris (1964), in una public company i problemi nascono dal fatto che manager e azionisti hanno interessi diversi. I primi hanno una funzione obiettivo che riguarda la massimizzazione della crescita dell'impresa e della sicurezza del posto, in modo tale da aumentare conseguentemente anche remunerazione, potere e prestigio. I secondi, invece, vorrebbero massimizzare i profitti. Gli obiettivi non risultano però completamente compatibili, infatti a causa dell'inserimento di economie di scala e della rischiosità di diversificazione, il profitto non cresce ma tende a diminuire progressivamente. In ogni caso il manager deve fare attenzione al livello di soddisfazione degli azionisti, poiché una vendita massiccia delle azioni porterebbe a diminuire il loro valore, facendo aumentare il rischio di una possibile scalata. I manager, quindi, prestano attenzione principalmente a due indicatori: il tasso di crescita e il Valuation Ratio. Se quest'ultimo indicatore diventa minore di 1, il manager è in serio rischio perché vuol dire che le azioni hanno un prezzo molto basso sul mercato e che quindi il valore di mercato è minore del valore di libro.

Nel 1976, Jensen e Meckling affermarono che la separazione fra proprietà e controllo avviene in seguito alla stipulazione di “un contratto in base al quale una o più persone (il principale) obbliga un'altra persona (l'agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere”¹¹. Nella cosiddetta “teoria dell'agenzia”, emerge il fatto che esistono delle criticità dal momento che alcuni comportamenti dell'agente non sono controllati e dalla possibile esistenza di asimmetrie informative. Se esiste un vantaggio informativo da parte di una delle due parti si possono generare due problemi:

- Selezione avversa (opportunismo pre-contrattuale): si verifica quando una delle parti, al momento della conclusione dell'accordo, non è in grado di osservare le caratteristiche essenziali dell'altra parte o del bene oggetto della transazione.
- Azzardo morale (opportunismo post-contrattuale): si verifica quando una delle due parti persegue i propri interessi senza che l'altra ne sia a conoscenza; ciò è possibile quando alcune azioni che avvengono dopo la stipulazione del contratto non sono osservabili.

La separazione tra proprietà e controllo può quindi spingere i manager a esercitare azioni che perseguano i propri obiettivi. In questi casi, quindi, risulta essere necessario predisporre

¹¹Jensen M. e Meckling W. (1976), “Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics”.

una struttura del contratto tale che incentivi l'agente ad adottare, seguendo il proprio interesse, comportamenti compatibili con il raggiungimento dell'obiettivo aziendale, in modo tale da allineare gli interessi di entrambi gli attori. Questi problemi di agenzia generano dei costi, i quali crescono all'aumentare della dispersione della proprietà e possono essere suddivisi in:

- **Monitoring:** costi che derivano dall'attività del principale di controllare le attività svolte dall'agente;
- **Bonding:** quelli che derivano dall'attività dell'agente, volta a convincere il principale della bontà del suo comportamento;
- **Perdita residua:** costo opportunità misurato dalla differenza tra il comportamento effettivo dell'agente e quello che teoricamente avrebbe portato alla massimizzazione dell'utilità per il principale.

1.2.2 Benefici privati del controllo

Un azionista detiene il controllo quando dispone dei *voting rights* sufficienti per poter prendere decisioni e incanalare le azioni della società secondo il proprio volere. Il controllo risulta essere allocato in maniera efficiente se colui che prende le decisioni, lo fa cercando di massimizzare il valore dell'impresa (benefici pubblici) e non la propria utilità (benefici privati). I diritti del controllo, affinché siano allocati in maniera efficiente, è necessario che siano trasferibili: il controllo deve essere contendibile, cosicché un manager competente possa sostituire uno più opportunisto. Talvolta, però, il controllo è difficile da trasferire sia perché i piccoli azionisti hanno incentivi molto bassi nel sostenere lo sforzo e i costi del monitoraggio, sia perché chi detiene il controllo se lo tiene molto stretto, dal momento che possono essere estratti i cosiddetti benefici privati del controllo, i quali fanno aumentare a dismisura il valore di detenere il controllo rispetto al valore delle azioni.

I benefici privati del controllo, nel corso degli anni, sono stati categorizzati in vari modi dagli studiosi. Secondo Harris e Raviv (1988) prima e Aghion e Bolton (1992) poi, questi sono associabili al valore "psichico" che si viene a creare in colui che controlla una società, semplicemente dovuto al puro piacere di avere il controllo.

Un'altra suddivisione può essere quella che distingue i "*perquisites*" da quelli derivanti dal "*tunneling*"; i primi sono quelli che interessano i top manager e sono legati maggiormente

ad azioni in grado di aumentare potere, fama e prestigio. I secondi, invece, sono vere e proprie pratiche espropriative messe in atto dall'azionista di maggioranza nei confronti dei piccoli azionisti. Come constatato precedentemente, quest'ultimi benefici riguardano principalmente l'Europa continentale dal momento che in questa area geografica sono presenti in grande numero imprese controllate da un azionista detentore di una grande quota di azioni. Simon Johnson, Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes, e Andrei Shleifer (2000) usarono il termine *tunneling* per descrivere “the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of those who control them”¹². I benefici derivanti dal tunneling possono essere estratti, ad esempio, tramite attribuzioni di compensi elevati e acquisti di beni di lusso in modo tale da ridurre i profitti per gli azionisti, fusioni con altre società a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza, facendo acquistare all'impresa prodotti da imprese di loro proprietà a prezzi esagerati e/o facendole vendere i suoi prodotti a prezzi ribassati.

I benefici privati del controllo possono essere suddivisi in pecuniari e non pecuniari. Jensen e Meckling (1976) affermarono che “benefits he derives from pecuniary returns but also the utility generated by various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the office staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, personal relations (“friendship,” “respect,” and so on) with employees, a larger than optimal computer to play with, or purchase of production inputs from friends”¹³. Demsetz e Lehn (1985) sulla stessa linea d'onda dei due studiosi precedenti, sottolineano l'importanza dei benefici non pecuniari, chiamati anche “*amenity potential*”, e danno come esempi i benefici derivanti dal “vincere le World Series” e “influenzare l'opinione pubblica”. D'altra parte, Grossman e Hart (1987) si concentrarono sui guadagni finanziari nelle offerte pubbliche di acquisto, presupponendo l'esistenza e il corretto funzionamento di un mercato per il controllo delle imprese. Loro definirono i benefici privati come “the synergy gains realized by an acquirer, the ability to freeze out minority shareholders below market value, perquisites of control, and the diversion of resources”¹⁴.

¹² Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A. (2000), “Tunneling”. American Economic Review.

¹³ Jensen M. e Meckling W. (1976), “Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure”, Journal of Financial Economics.

¹⁴ Grossman S. e Hart O. (1987), “One share-one vote and the market for corporate control”, Journal of Financial Economics.

Successivamente Erhardt e Nowak (2003) proposero una suddivisione dei benefici privati del controllo secondo due variabili: la natura pecuniaria e la trasferibilità. I due studiosi arrivarono dunque ad identificare quattro macro-categorie:

- *Self-dealing*: benefici di natura pecuniaria derivanti dal trasferimento di risorse al di fuori dell'azienda, a vantaggio di colui che la controlla. (Esempio: eccessiva retribuzione).
- *Dilution*: benefici di carattere pecuniario che prevedono un aumento di ricchezza da parte di chi detiene il controllo a scapito dei piccoli azionisti, senza però un trasferimento di asset. (Esempio: insider trading).
- *Amenities*: benefici non pecuniari facilmente trasferibili, dovuti all'esercizio del potere. (Esempio: possedere un brand di lusso)
- *Reputation*: benefici non pecuniari con un basso grado di trasferibilità poiché sono legati alla persona specifica e ci vuole tanto tempo per costruirli e poterne usufruire. (Esempio: prestigio/fama)

Come scritto da Dick e Zingales (2004), il fatto che possano essere estratti benefici privati non è però a prescindere sinonimo di inefficienza; esistono casi, infatti, in cui questi siano il modo più efficiente per potersi appropriare di un valore che era stato creato dall'azienda. Nello scenario in cui un manager venga a conoscenza di informazioni rilevanti riguardo opportunità di investimento che però l'azienda non vuole perseguire, egli si trova di fronte ad un bivio: vendere le informazioni nell'interesse di tutti gli azionisti con il rischio di non ottenere una remunerazione adeguata, oppure sfruttare in maniera più efficiente queste opportunità personalmente. Inoltre, come affermato da Grossman e Hart (1980), nonostante gli evidenti problemi che possono derivare dall'estrazione di benefici privati, a livello sociale ciò potrebbe essere da un certo punto di vista vantaggioso, dal momento che la loro presenza rende possibili acquisizioni volte ad aumentare il valore complessivo dell'azienda.

Inoltre, come emerge nell'opera di Dyck e Zingales (2004), detenere il controllo non conferisce soltanto benefici, bensì molte volte può comportare dei costi: ad esempio, un maggiore azionista che investe gran parte della sua ricchezza all'interno di una società, per possedere un blocco di controllo potrebbe non diversificare a sufficienza ed efficientemente i propri investimenti e, conseguentemente, potrebbe attribuire un valore inferiore al blocco di controllo. In particolare, le situazioni in cui i costi del controllo sono molto elevati sono quelle in cui le aziende sono in gravi difficoltà economiche.

Nonostante la difficoltà nel quantificare correttamente tali benefici privati, esistono due metodi principali per provare a stimarli.

Il primo¹⁵ consiste nel misurare la differenza tra il prezzo pagato dall'acquirente per il pacchetto di controllo e il prezzo di mercato delle azioni il giorno dopo il trasferimento del controllo. Tale differenza corrisponde al premio di controllo: l'acquirente è disposto a pagare di più perché sa che, una volta acquistato il pacchetto di controllo, avrà accesso ai benefici privati del controllo. Questo metodo si può applicare nel caso in cui vi sia un'impresa quotata dove c'è un grande azionista (ovvero un azionista che abbia un pacchetto di controllo, quindi o un pacchetto di maggioranza o un pacchetto di maggioranza relativa) e un acquirente di tale quota. Un requisito fondamentale è che l'acquirente deve acquisire direttamente la quota, contattando il detentore e pagandogli il pacchetto, facendo avvenire questa transazione in maniera privata al di fuori del mercato borsistico, e non attraverso la compra-vendita di azioni in borsa.

Come emerge dall'opera di Grossman e Hart (1987), vi sono due principali benefici derivanti dalla detenzione del controllo: i private benefits e i security benefits. I primi sono i vantaggi che hanno coloro che attualmente sono al comando della società o quelli che stanno per comprare quote sufficienti per controllare l'impresa; questi non vengono condivisi con tutti gli altri azionisti, bensì sono, appunto, privati. I secondi, invece, si riferiscono al valore di mercato totale dei titoli della società. Come affermato dai due studiosi, "the assignment of income claims to voting rights determines the extent to which an acquirer must face competition from parties who value the firm for its security benefits rather than its private benefits"¹⁶.

Per entrare nel dettaglio di questo metodo, risulta essere interessante analizzare meglio un modello che è possibile osservare nell'opera di Dick e Zingales (2004). Sia λ , appartenente all'intervallo $[0,1]$, il potere contrattuale del maggiore azionista che sta vendendo, B_s e B_b il livello di benefici privati estratti rispettivamente dal venditore e dall'acquirente e Y_s e Y_b il livello di *security benefits* generati rispettivamente dal venditore e da colui che acquista; il prezzo P pagato per ottenere un blocco di controllo avente α diritti al cash flow risulta essere

$$P = \lambda(B_b + \alpha Y_b) + (1 - \lambda)(B_s + \alpha Y_s)$$

mentre il prezzo per azione è pari a

¹⁵ Metodo proposto da Barclay and Holderness (1989).

¹⁶ Grossman S. e Hart O. (1987), "One share-one vote and the market for corporate control", Journal of Financial Economics.

$$\frac{P}{\alpha} = \frac{\lambda Bb + (1 - \lambda)Bs}{\alpha} + \lambda Yb + (1 - \lambda)Ys$$

Per calcolare il premio di controllo, Barclay e Holderness (1989) sottrassero a quest'ultimo prezzo il valore delle azioni dopo che era stato annunciato al mercato il trasferimento del controllo, il quale dovrebbe essere uguale a Yb . Dunque, essi ottennero

$$\frac{\lambda Bb + (1 - \lambda)Bs}{\alpha} - (1 - \lambda)(Yb - Ys)$$

Infine, essi moltiplicarono questa differenza di prezzo per la grandezza del blocco di controllo α ; i benefici privati del controllo, dunque, erano stati stimati essere pari a

$$B = \lambda Bb + (1 - \lambda)Bs - \alpha(1 - \lambda)(Yb - Ys)$$

In un mercato perfettamente competitivo, in cui $\lambda=1$, il valore di B risulta essere pari a Bb : pertanto, il premio del controllo è una misura legittima e precisa dei benefici privati del controllo che l'acquirente si aspetta di poter usufruire. Tuttavia, quando il mercato non è perfettamente competitivo, B rappresenta una stima media ponderata dei benefici privati sia del venditore che dell'acquirente, aggiustata per la differenza nei loro *security value*. Per comprendere il senso di questa correzione, si consideri la situazione in cui l'acquirente possiede tutto il potere contrattuale e acquista il blocco di controllo al valore di riserva del venditore, ovvero $\frac{P}{\alpha} = \frac{Bs}{\alpha} + Ys$. In questo scenario, il fattore di correzione adeguato sarebbe il prezzo di mercato prima dell'annuncio del cambiamento di controllo. Dunque, il valore di B calcolato prima, tenderà a sottostimare i benefici privati del controllo medi ogni volta che $Yb > Ys$.

Barclay e Holderness (1989), dunque, approssimavano i benefici privati al premio medio derivante dalla vendita di un blocco di azioni che permetteva il trasferimento del controllo. Queste "control transaction" sono selezionate da un campione più vasto di scambi di blocchi di azioni, in cui magari vi erano delle vendite che però non portavano ad un trasferimento del controllo. D'altro canto, Nicodano e Sembenelli (2004) affermarono che i benefici privati coincidevano con il *block premium* soltanto nel caso in cui il cambiamento previsto dei profitti al momento della transazione fosse pari a zero e quando il blocco di azioni scambiato permette che venga trasferito il controllo della società all'acquirente. Come scritto dai due studiosi, quanto appena detto ha due implicazioni: "first, private benefits must be estimated out of the premiums because the expected change in profits is unobservable. Second, the extent of control being transferred with the block must be measured and taken into account as to avoid the understating of private benefits. Thus doing, it is also possible to use the whole sample of block transactions -- irrespective of their sizes -- without prior selection of "control

transactions”¹⁷. Alcune vendite di blocchi di azioni non trasferiscono il controllo dell’impresa direttamente, bensì possono soltanto fornire un’opportunità incerta di acquisire in futuro il controllo. Tuttavia, risulta essere molto difficile misurare tale opportunità per uno che acquista un blocco del 5% di azioni nel caso in cui il controllo è detenuto da un azionista avente il 30% dei diritti di voto. Nicodano e Sembenelli (2004) affermarono che questo problema può essere affrontato solo se si accetta l’idea che il controllo possa essere detenuto non più soltanto da un azionista di maggioranza, bensì da un’intera coalizione di più azionisti; quello che conta è dunque il contributo attuale che il blocco di azioni del 5% può dare alla coalizione di controllo, e non la probabilità che tale azionista possa poi in futuro aumentare la sua quota per insediarsi al comando dell’impresa. Nel caso fosse importante per la coalizione di controllo, allora verranno prese alcune scelte discrezionali nell’interesse del detentore del blocco. In sostanza, i benefici privati totali possono essere suddivisi tra i membri della coalizione a seconda dell’importanza strategica del blocco da loro detenuto. Per calcolare i *private benefits*, dunque, è necessario tener conto della distribuzione delle quote azionarie: ad esempio, un blocco del 5% ha una rilevante importanza strategica e conferisce tanti benefici privati quando la società è ad azionariato diffuso, mentre se in un’impresa vi è un azionista che detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto, il medesimo blocco non sarà garanzia di alcun beneficio privato dal momento che tale percentuale risulta essere irrilevante. Dunque, la quantità di benefici privati di cui può godere un azionista dopo che acquista un blocco di azioni è determinata dal suo *power index*, ovvero dalla probabilità di essere decisivo in coalizioni fra azionisti per ottenere il controllo.

In conclusione, si può affermare che, per i due studiosi, il *block premium* tende a sottostimare l’entità dei benefici privati totali. Questi non possono essere estratti soltanto da colui che detiene una quota che gli permette di avere il controllo, bensì possono essere suddivisi fra più azionisti; la porzione di benefici che spetta ad un investitore che ha acquistato un blocco di azioni dipende dall’importanza strategica di quel blocco all’interno di coalizioni di controllo. Dunque, nella divisione di tali benefici, risulta essere fondamentale la concentrazione della proprietà e la distribuzione delle quote azionarie. Ciò consente anche di utilizzare tutti i premi dei blocchi osservati, senza la necessità di selezionare in anticipo le transazioni che prevedevano il trasferimento del controllo, come era richiesto negli studi precedenti.

¹⁷ Nicodano G. e Sembenelli A. (2004), "Private benefits, block transaction premiums and ownership structure," *International Review of Financial Analysis*, Elsevier

Il secondo metodo¹⁸ prevede di quantificare l'entità dei benefici privati come differenza di prezzo tra due classi di azioni, aventi un diritto di voto diverso. Più vi è possibilità di estrarre benefici privati, più il controllo risulta essere prezioso e più tale differenza di prezzo sarà elevata. Come affermato da Adams e Ferreira (2008), “if control is valuable (due to private benefits), shares with superior voting rights should trade at a premium because there will be stronger demand for these shares if there is a control contest”¹⁹. Il limite di questo metodo è che ovviamente è applicabile solo nei contesti in cui sono presenti entrambe le due classi di azioni.

Per quanto riguarda questo metodo, molto importante è il contributo di Zingales (1994); nella sua opera, egli affermò che i proprietari di azioni di seconda classe, beneficiando di minori diritti di voto, potrebbero godere di un dividendo maggiore o di vantaggi e priorità nel caso di liquidazione della società. Se questi privilegi per gli azionisti detentori delle azioni di seconda classe non ci fossero, la stima del prezzo del diritto di voto sarebbe semplicemente la differenza tra il prezzo di un'azione di prima classe e quello di una di seconda classe. Sia P_v il prezzo delle azioni con diritto di voto e P_{nv} quello delle azioni senza tale diritto, si ottiene, dunque, un *voting premium* percentuale pari a

$$Vp = \frac{P_v - P_{nv}}{P_{nv}}$$

Invece, nei casi i cui le azioni appartenenti alla seconda classe presentassero maggiori privilegi per quanto riguarda il diritto al dividendo, è necessaria una correzione di tale formula: al voting premium calcolato precedentemente, bisogna sottrarre il rendimento aggiuntivo del dividendo delle azioni senza diritto di voto. Così, si ottiene un nuovo voting premium pari a

$$\widehat{Vp} = Vp - \frac{\varepsilon}{\rho P_{nv}}$$

con ε = dividendo aggiuntivo totale delle azioni di seconda classe e ρ = fattore di sconto. Infine, Zingales (1994) affermò che in alcuni Paesi, come in Italia, gli azionisti senza diritto di voto godono anche di un piccolo vantaggio fiscale, dal momento che possono scegliere tra due diversi trattamenti fiscali per i loro dividendi. Tuttavia, secondo lo studioso, tale possibilità di scelta non andava a modificare sostanzialmente il valore del diritto di voto e, pertanto, questo

¹⁸ Metodo preferito ed utilizzato da altri studiosi come Rydqvist (1987), Zingales (1994) e Nenova (2000) nelle loro opere.

¹⁹ Adams R. e Ferreira D. (2008), “One Share-one vote: the empirical evidence”, *Review of Finance*.

vantaggio fiscale venne trascurato. Questa omissione, dunque, sottostima il voting premium soltanto in misura ridotta rispetto alle dimensioni dei premi.

Il potere di un azionista di trarre dei vantaggi privati dal potere di controllo rende inevitabile l'emergere di una discrepanza tra il valore dell'azienda per lui e quello degli altri azionisti di minoranza. Come si può notare dalla Figura 2, Enriques e Volpin (2007) si sono preoccupati di calcolare in vari Paesi il *block premium* e il *vote premium*, andandoli a definire rispettivamente come “la media nazionale della differenza tra il prezzo per azione pagato in una transazione per un blocco di controllo di azioni e il prezzo di negoziazione due giorni dopo l'annuncio di una transazione di controllo” e “la media nazionale del valore stimato di un voto come percentuale del valore dell'azienda”²⁰. Dalle analisi, risulta essere molto evidente come il *block premium* sia estremamente grande in Italia (37%), un po' meno in Germania (10%), mentre è molto basso in Francia, Regno Unito e Stati Uniti (2%); il *vote premium*, in maniera molto simile, risulta essere molto grande in Francia (28%) e Italia (29%), decisamente meno in Germania e Regno Unito (10%), mentre è quasi assente negli Usa (2%). Emerge quindi il fatto che il valore del controllo risulta essere nettamente più grande nei Paesi appartenenti all'Europa Continentale piuttosto che nel Regno Unito e negli Stati Uniti, facendo quindi presupporre la maggior possibilità e facilità nell'estrarre benefici privati proprio nel continente europeo.

	<i>Block premium</i>	<i>Voting premium</i>
France	2%	28%
Germany	10%	10%
Italy	37%	29%
United Kingdom	2%	10%
United States	2%	2%

Figura 2: Benefici privati del controllo. [Fonte: Enriques e Volpin (2007)].

Questa teoria è in linea anche con altre rilevazioni che sono state fatte nel corso degli anni; ad esempio, Barclay e Holderness nel 1989 misurarono il valore dei benefici privati del controllo negli Stati Uniti, il quale si attestava sul 4% del valore delle azioni. In Italia, Zingales nel 1994 quantificò l'esistenza di un premio del controllo pari al 60% del valore delle azioni, valore che poi nel corso degli anni è sceso fino al 37%, in seguito ad un'altra misurazione fatta sempre da quest'ultimo studioso insieme a Dick nel 2004. Essi pubblicarono un'opera intitolata “Private benefits of control: an international comparison” dove effettuarono una comparazione

²⁰ Enriques L. e Volpin P. (2007), “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, Journal of Economic Perspectives.

fra il valore del premio del controllo in vari Paesi del mondo. Essi si basarono su 412 transazioni che prevedevano l'acquisto di un pacchetto di controllo, avvenute tra il 1990 e il 2000 in 39 nazioni diverse. Dalle rilevazioni emerse che tale valore differiva in maniera drastica tra i vari Paesi, passando da essere pari a -4% in Giappone all'essere uguale a 65% in Brasile, attestandosi ad un valore medio di 14%. In 10 dei 39 Paesi, tra cui Argentina, Brasile, Venezuela, Italia, Austria, Colombia, Repubblica Ceca, Israele, Turchia e Messico, il valore del premio di controllo era maggiore del 25% del valore dell'equity. D'altro canto, in 14 nazioni tra cui Australia, Canada, Finlandia, Francia, Hong Kong, Giappone, Olanda, Nuova Zelanda, Norvegia Singapore, Sudafrica, Taiwan, Regno Unito e Stati Uniti, questo valore era pari o inferiore al 3%.

Come scritto da Dick e Zingales (2004), esistono vari modi per cercare di ridurre e limitare l'estrazione di questi benefici privati, sia di natura legale sia extra-legale.

Per quanto riguarda la prima categoria sono fondamentali tre fattori:

- La possibilità di citare in giudizio coloro che gestiscono la società e la severità delle leggi: Zingales (1995a) affermò infatti che una maggiore capacità di portare avanti azioni legali da parte dei piccoli azionisti e leggi maggiormente severe limitavano l'estrazione di benefici privati.
- Disclosure standards: più sono accurate le informazioni che sono divulgate dai soci di controllo più è semplice per gli azionisti di minoranza identificare eventuali abusi.
- Enforcement: la forza delle protezioni legali dipende dalle aspettative di un'applicazione tempestiva e prevedibile.

Spesso, però, risulta difficile punire legalmente chi tenta di estrarre benefici privati perché frequentemente tale estrazione è legata a fattori discrezionali da parte di colui che controlla la società. Qui, allora, subentrano meccanismi extra-legali che possono giocare un ruolo fondamentale nel tentare di proteggere i piccoli azionisti. I principali fattori sono:

- Competizione del mercato: più i mercati sono competitivi, più i prezzi diventano oggettivi e verificabili e più è difficile per l'azionista di maggioranza fare operazioni di tunneling senza incorrere in costi legali e/o reputazionali.
- Pressione dell'opinione pubblica: più vi è una maggiore diffusione di stampa e più eventuali comportamenti impropri sono pubblicizzati, più il rischio di subire una pubblica umiliazione frena chi controlla la società nel comportarsi in maniera scorretta.

- Norme morali: indipendentemente dai costi reputazionali e/o legali scatenate dall'appropriazione di benefici privati, un socio di controllo potrebbe scegliere di non appropriarsi del valore per motivi morali. Stunz e Williamson (2001) ad esempio si concentrarono sulle norme religiose.
- Il governo come supervisore tramite l'applicazione delle imposte. Esso, infatti, ha un interesse economico nelle decisioni aziendali e ha il potere di agire per ridurre i vantaggi privati, ad esempio migliorando l'applicazione delle leggi fiscali.

In sintesi, è emerso che la quantità di benefici privati del controllo che vengono estratti varia nettamente a seconda del Paese che si analizza. Nelle nazioni in cui tali benefici sono più grandi, l'azionista di maggioranza è maggiormente riluttante a vendere le sue quote in borsa data la preziosità del controllo e da tutti quei vantaggi che può trarre, i mercati finanziari sono meno sviluppati e la proprietà è maggiormente concentrata. Più il grado di protezione degli azionisti è elevato, più chi controlla l'azienda riesce ad estrarre meno benefici privati. Come abbiamo visto giocano un ruolo fondamentale anche tutti quei meccanismi extra-legali come il livello di diffusione di stampa, l'applicazione di leggi fiscali e norme morali. Quest'ultimo fattore, infatti, come suggerisce Coffe (2001), è alla base del motivo per cui i mercati finanziari Scandinavi funzionano bene pur essendoci deboli protezioni formali per gli investitori.

In conclusione, si può affermare che l'estrazione dei benefici privati sia maggiormente limitata quando il controllo è contendibile e trasferibile: in questo scenario, il management è messo maggiormente sotto pressione e tende a comportarsi in maniera maggiormente corretta e meno opportunistica. Vi sono diversi strumenti che possono essere utilizzati per trasferire il controllo: la scalata ostile, la guerra delle deleghe e la struttura dei diritti di voto; questi sono tutti fattori che influenzano la contendibilità del controllo dell'impresa. Ora, dunque, risulta essere interessante valutare meglio questi strumenti, insieme a tutti quei meccanismi necessari per ridurre i problemi derivanti dalla separazione fra i diritti di controllo e di cash flow.

1.3 Meccanismi di Corporate Governance

I meccanismi di Corporate Governance si pongono l'obiettivo di risolvere i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo ed evitare che vengano messe in atto vere e proprie pratiche espropriative nei confronti degli azionisti di minoranza, cercando di allineare

gli interessi fra i vari attori coinvolti. Si dividono in due categorie: meccanismi esterni ed interni.

I meccanismi esterni provengono dall'esterno e condizionano l'impresa, disciplinando coloro i quali, in assenza di tale disciplina, potrebbero comportarsi in modo opportunistico ed espropriare gli azionisti. Per quanto riguarda i meccanismi esterni sono importanti i fattori nazionali, ovvero specifici del paese, e la loro azione può essere confrontata soltanto tra imprese di Paesi differenti.

I meccanismi interni, invece, sono tipici di ciascuna impresa e dipendono dal tipo di ordinamento/organizzazione che l'impresa stessa si dà. Per quanto riguarda i meccanismi interni sono importanti i fattori interni, ovvero specifici dell'impresa, e la loro azione può essere confrontata tra imprese appartenenti alla stessa nazione.

1.3.1 Meccanismi esterni

I meccanismi esterni di Corporate Governance si dividono in quattro categorie: scalata e guerra delle deleghe, pressione competitiva sul mercato dei beni, pressione competitiva sul mercato dei manager e il contesto legislativo e istituzionale.

1.3.1.1 Scalata e guerra delle deleghe

La scalata, o *take over*, è una tecnica che consiste nell'acquisto di quote di una società con l'intento di arrivare ad essere il principale azionista e poter controllare l'impresa, e può essere utilizzata come una sorta di minaccia nei confronti del management. Come riportano Marris (1964) prima e Martin e McConnell (1991) dopo, infatti, i manager temono i cambi di proprietà perché nella maggior parte delle volte questo comporta anche un cambio delle persone preposte al controllo. In questo modo il rischio di *take-over* risulta essere fonte di disciplina per il manager, che non sentendo più il suo posto completamente al sicuro limita o elimina i suoi comportamenti opportunistici, e di efficienza per l'impresa.

Una minaccia di scalata, però, deve anche essere credibile; questo è infatti un meccanismo molto costoso dal momento che incorpora tutta una serie di costi, come ad esempio

quelli per la raccolta fondi, quelli legali, il premio e i costi per la riorganizzazione dopo l'acquisizione. Inoltre, in molti casi ci sono degli ordinamenti interni ed esterni alle imprese che rendono difficile la scalata. Affinché una scalata vada a buon fine, devono sussistere tre condizioni principali: deve esistere un mercato del controllo delle imprese, la struttura dei diritti di voto deve essere compatibile con il trasferimento del controllo e non ci devono essere regole e/o assetti istituzionali del Paese che fungano da ostacolo.

L'esistenza del cosiddetto "*Market for Corporate Control*" dell'impresa, cioè il processo attraverso il quale la proprietà e il controllo dell'impresa sono trasferiti, è una condizione necessaria ma non sufficiente alla buona riuscita di una scalata e deve consentire agli azionisti scontenti dell'attuale gestione di poter vendere le loro azioni e allo scalatore di poter acquisire quote per arrivare ad ottenere il controllo.

La struttura dei diritti di voto deve rendere possibile il trasferimento del controllo. Un esempio lampante di come un'impresa può tutelarsi da qualsiasi tentativo di scalata fu l'approdo nel mercato borsistico delle azioni Snapchat. Questa società, infatti, mise in vendite solo ed esclusivamente le azioni che non prevedevano diritto di voto, rendendo così il controllo della società non contendibile. La quotazione di un titolo che non dava alcun diritto, se non al dividendo che, però, un'azienda della *new economy* per definizione non paga, fu un evento senza precedenti; in questo modo, infatti, si escludeva completamente l'acquirente dalla vita societaria. Fu inoltre aggiunta una clausola in cui si specificava che il potere di voto della quota dei fondatori sarebbe diluito solo nel caso in cui gli stessi avrebbero venduto parte sostanziale della loro quota o nove mesi dopo la loro morte.

Infine, bisogna fare attenzione anche alla presenza di norme interne o esterne all'impresa che possono ostacolare o avvantaggiare una scalata. Come emerge dall'opera di Adams e Ferreira (2008), le difese anti-takeover sono considerati strumenti di consolidamento del potere del management, dal momento che il loro obiettivo principale è impedire acquisizioni da parte di soggetti esterni non graditi ai manager, poiché potrebbero portare a sostituzioni all'interno della dirigenza. Le principali strategie che possono essere messe in atto dal management per difendersi da un tentativo di scalata sono:

- **Pillole avvelenate:** strategie utilizzate quando c'è un avviso di scalata per aumentarne indirettamente i costi. In questo caso, l'approvazione dell'assemblea è necessaria. Ad esempio, è possibile fare un aumento di capitale emettendo nuove azioni appena il tentativo di scalata ha inizio. Ciò incrementa il numero di azioni che lo scalatore

dovrebbe acquistare per prendere il controllo dell'impresa, il quale potrebbe desistere dal tentativo di scalata. Un'altra pillola avvelenata tipica è quella di dare agli azionisti un'opzione di acquisto sulle azioni a un prezzo scontato quando si verificano determinati eventi, come quando un possibile scalatore è arrivato a possedere un certo livello di azioni.

- Terra bruciata: azioni che riducono il valore dell'impresa in modo che lo scalatore non sia più indotto a effettuare la scalata perché l'impresa ha perso valore e credibilità. Dal momento che potenzialmente possono essere commessi seri danni, questa azione deve essere autorizzata dagli azionisti. Ad esempio, si può decidere di dare un'opzione a qualcuno per acquistare asset dell'impresa a prezzi inferiori a quelli di mercato, nel caso in cui avvenisse il cambio del controllo.
- Greenmail: strategia che consiste nel pagare lo scalatore nel tentativo che desista dal continuare a comprare azioni. Egli, una volta acquisita una quota significativa della società, invoglia l'impresa oggetto di scalata a fare un'offerta per riacquistare le azioni, la quale sarà costretta a pagare un premio superiore al valore effettivo delle azioni se vorrà riguadagnare il controllo di tali quote, consentendo allo scalatore di trarre profitto. Questa strategia è assolutamente nociva per i piccoli azionisti poiché il management, pur di non perdere il controllo, usa fondi della società.
- Cda ristretto: ogni anno è nominata soltanto una piccola parte degli amministratori, in modo tale che, se lo scalatore riesce effettivamente nel prendere il controllo della società, soltanto un piccolo numero di amministratori voluti dallo scalatore possano assumere la carica, facendo allungare i tempi entro cui egli possa avere la maggioranza delle persone di fiducia all'interno del *board of administration*.
- Limiti al trasferimento di azioni e restrizioni ai diritti di voto.
- Maggioranza qualificata in assemblea: strategia che consiste nel fissare la percentuale necessaria per deliberare il cambio del controllo ad una percentuale molto elevata (80-90%).
- Paracadute d'oro: accordo manager-impresa che permette al primo di ottenere un'ingente buonuscita nel caso avvenisse il passaggio del controllo allo scalatore. Da un lato tutela il manager, dall'altro però non lo incentiva ad ostacolare la scalata a tutti i costi.

- Pacman strategy: strategia che consiste nell'iniziare una scalata nei confronti della società appartenente allo scalatore, in modo tale da farlo desistere dal continuare ad acquistare azioni.

Nonostante i buoni propositi della scalata, tale meccanismo presenta dei limiti. Come sottolineato anche da Grossman e Hart (1980), l'efficacia di questo meccanismo può essere compromessa nel caso in cui gli azionisti decidessero di non vendere le loro azioni in grandi quantità permettendo allo scalatore di raggiungere una quota che gli consentirebbe di ottenere il controllo. Inoltre, la scalata di per sé non è un qualcosa di buono; affinché lo sia è necessario che il passaggio del controllo avvenga nella giusta direzione. Come detto precedentemente, la struttura dei diritti di voto può influenzare l'esito di una scalata ed eventuali deviazioni dalla regola one share one vote possono generare due diversi tipi di errore: generalmente, infatti, se non si adotta tale struttura si facilita il trasferimento del controllo quando non dovrebbe esserci e lo si impedisce quando dovrebbe avvenire.

Dato il costo molto alto di una scalata, un'alternativa valida è il meccanismo della guerra delle deleghe, o *proxy fight*. Questa strategia consiste nel cercare di ottenere un numero di deleghe rilevante dagli azionisti in modo tale da potersi presentare in assemblea con la maggioranza dei voti, poter acquisire il controllo e sostituire i manager alla guida della società. Inoltre, se colui che avvia una strategia di *proxy fight* è interessato anche all'acquisizione di una quota maggioritaria della società, acquisire il controllo e far insediare all'interno del *board of administration* dei manager di fiducia, potrà permettere che la futura acquisizione passi da essere ostile ad "amichevole", facendo sì che il management non si opponga con tutti gli strumenti a sua disposizione.

1.3.1.2 Pressione competitiva sul mercato dei beni

La concorrenza svolge un ruolo fondamentale nel tentativo di raggiungere un'allocazione ottimale delle risorse, creando incentivo verso l'efficienza. In tutti quei settori dove vi è una maggiore competizione è meno probabile osservare degli sprechi e strategie atte ad espropriare gli azionisti, come ad esempio azioni per appropriarsi di benefici privati. D'altro canto, invece, nei monopoli, nei settori maturi o scarsamente innovativi è possibile che vengano a generarsi delle rendite, le quali tipicamente vogliono essere appropriate da qualcuno. Inoltre,

risulta essere rilevante la presenza o meno anche della concorrenza estera: nei settori industriali manifatturieri, dove sono quotidiane azioni di esportazione e importazione, le società hanno anche rivali esteri, la concorrenza è maggiore e i manager sono meno inclini ad appropriarsi di benefici privati. D'altro canto, nel settore dei servizi non vi è concorrenza estera e sono maggiormente presenti comportamenti opportunistici nel controllo della società.

Nel 1983, Hart analizzò in maniera approfondita il ruolo della competizione sul mercato dei beni come meccanismo disciplinante per i manager. Quando vi è una separazione fra proprietà e controllo, i manager tenderanno ad amministrare la società perseguendo obiettivi aziendali e personali, minimizzando lo sforzo. Di solito, però, i proprietari non possono monitorare lo sforzo del manager, bensì soltanto le performance dell'impresa; Hart, in aggiunta, assunse che essi non sono informati correttamente sui costi della loro impresa e quindi non sanno con certezza se una cattiva prestazione della società sia dovuta a una gestione errata del manager oppure semplicemente ai costi troppo elevati. Per incoraggiare il manager a scegliere un livello di sforzo ottimale, i proprietari tenteranno di creare uno schema di incentivi appropriato; data la precedente assunzione, però, anche tentando di allineare gli interessi attraverso questi incentivi si verrà a creare uno "slack gestionale" tra quello che il manager dovrebbe fare e quello che effettivamente fa. Ad esempio, quando i costi di un'impresa sono bassi, il manager potrà mettere in atto comportamenti opportunistici e raggiungere il suo obiettivo di profitto.

Hart fece due supposizioni: esistenza di una componente comune dei costi (quando sono bassi per un'impresa, lo sono anche per tutte le altre) e correlazione positiva fra costi totali e quelli marginali. Quando quest'ultimi sono bassi, le imprese tenderanno ad espandersi, l'offerta aggregata dei vari prodotti all'interno del mercato aumenterà e i prezzi diminuiranno. Sotto queste condizioni la concorrenza nel mercato dei prodotti può ridurre lo slack gestionale; se i costi diminuissero e il prezzo non venisse ritoccato, il manager potrebbe comportarsi in maniera opportunistica e appropriarsi di una buona parte del guadagno tramite degli escamotage, mentre in questo modo tutto ciò risulta essere molto meno fattibile. La concorrenza rende, quindi, interdipendenti le prestazioni di società diverse, fissando l'ammontare medio di slack gestionale ad un livello molto inferiore rispetto allo scenario in cui le imprese non sono soggette ad una concorrenza agguerrita.

1.3.1.3 Pressione competitiva sul mercato dei manager

Il mercato dei manager è una condizione necessaria affinché possa esserci un cambio al vertice della società ma non sufficiente poiché possono esserci degli ostacoli dettati dalla struttura proprietaria e industriale del Paese: ad esempio, in una nazione dove tipicamente le imprese sono a conduzione familiare, non c'è molto scambio di manager da una società all'altra.

Nel modello proposto da Fama (1980), emerge il fatto che la competizione esiste se la remunerazione varia a seconda della reale capacità del manager, la quale è misurata attraverso le performance della società. Nasce così il metodo *Pay for Performance*, necessario per incentivare e trattenere i migliori manager, i quali verranno pagati in base alle loro prestazioni e risultati. Questo modello di retribuzione dei manager crea una sorta di sorveglianza interna all'azienda, dove ogni manager osserva e si preoccupa delle azioni dei manager sotto e sopra di lui. Ognuno di loro, infatti, ha un certo interesse nei confronti delle prestazioni di tutti gli altri dal momento che andranno ad influenzare le performance globali della società, le quali saranno il discriminante per determinare la propria opportunità di salario futura.

Ogni società è alla ricerca continua di manager e la presenza di un mercato competitivo di tali figure professionali consente alle imprese di rimpiazzarli facilmente se ritenuti "incapaci". Si viene a creare così un meccanismo che li incentiva a portare avanti il loro lavoro in maniera ottimale, altrimenti si rischia di perdere valore sul mercato e conseguentemente di avere in futuro uno stipendio minore, perdita che risulta essere generalmente un costo maggiore rispetto al beneficio che è possibile trarre se si comportasse in maniera opportunistica nel presente. Così facendo i suoi interessi risultano essere maggiormente allineati con quelli dei proprietari.

Performance negative non influenzano soltanto il salario futuro, bensì anche la reputazione. Se si comporta in maniera opportunistica, il manager diventa conseguentemente meno appetibile sul mercato del lavoro. D'altro canto, il valore della reputazione perde il proprio ruolo fondamentale se si tengono in considerazione manager alla fine della loro carriera, i quali non sono più alla ricerca di una futura occupazione.

In aggiunta, Lazear e Rosen (1981) prima e Holmstrom (1982) dopo, affermarono che se i proprietari fossero in grado di osservare i profitti di tutte le imprese e se gli ambienti delle imprese fossero correlati, sarebbe ancora più ottimale ricompensare il manager di un'impresa

non solo in base alla propria performance, bensì anche in relazione alle performance di quelli appartenenti ad altre imprese.

In conclusione, però, è necessario sottolineare che evidenze empiriche hanno dimostrato che oggi le retribuzioni dei manager sono legate maggiormente alla dimensione dell'impresa piuttosto che alle loro performance.

1.3.1.4 Contesto legislativo e istituzionale

Il contesto legislativo e istituzionale svolge un ruolo fondamentale, regolando eventuali conflitti attraverso un insieme di norme e codici.

Gli elementi più importanti sono:

- I Codici di Autodisciplina: insieme di regole emanate da dei comitati necessario per la risoluzione di eventuali conflitti. L'adesione di un'impresa a questi codici segnala al mercato la sua intenzione a seguire le corrette norme di comportamento; facendo ciò, generalmente, si aumenta il valore della società.
- Associazioni professionali: l'impiego di figure professionali come analisti finanziari e revisori, consente lo svolgimento di attività di monitoraggio che riducono le opportunità dei manager di acquisire eccessivi benefici privati.
- Diritto d'impresa: diritto commerciale che influenza i diritti degli azionisti, dei creditori, il law enforcement e la qualità e trasparenza negli standard contabili.
- Il Sistema Legale (Civil Law e Common Law): in base al sistema giuridico presente nel Paese cambiano i vari diritti relativi alla protezione dei diritti degli azionisti e dei creditori.

Le leggi promulgate nei vari Paesi differiscono notevolmente, offrendo così una diversa protezione agli investitori. Se vi è una maggiore tutela degli investitori, essi si sentono più protetti e quindi la loro domanda di azioni aumenta, ovvero la loro propensione ad acquistare azioni aumenta. Questo fa sì che vi sia una maggior facilità per le imprese a ottenere finanziamenti, perlopiù ad un costo inferiore, dal momento che gli azionisti se si sentono più protetti, richiederanno un rendimento/premio per il rischio minore. In questo modo, si riduce il

costo del capitale per richiedere finanziamenti, e ciò genera nelle imprese una maggiore propensione a offrire azioni. Così facendo, i mercati finanziari diventano più grandi e più liquidi, permettendo alle società di investire e innovare maggiormente. Questa concezione emerge nell'opera di La Porta et al. (1997), in cui effettivamente si dimostrò che i Paesi con una scarsa protezione degli investitori hanno mercati del debito e del capitale significativamente più piccoli.

Ci sono due principali sistemi giuridici: il Common Law e il Civil Law. Il primo ha origine anglosassone e da un'elevata importanza alle sentenze passate (precedenti giudiziari). Ogni volta che viene trovata una soluzione ad un determinato caso, tale sentenza diventa da esempio a tutte quelle situazioni future simili ad essa. Le leggi vengono modificate in base a come i giudici hanno sentenziato e per tale motivo vengono assorbiti più velocemente e in modo più elastico i cambiamenti circostanziali. Data la spiccata dinamicità, secondo Coffe (2000) e Johnson e al. (2000), tale sistema giuridico risulta essere più efficace nell'individuazione e nella penalizzazione dei potenziali comportamenti opportunistici atti ad espropriare le minoranze. Il Civil Law è un modello di ordinamento giuridico derivante dal diritto romano ed è caratterizzato da una certa rigidità nel trasformarsi e nell'adattarsi alle nuove situazioni. Il diritto viene visto come se fosse un qualcosa di stabile a cui ci si può rivolgere ma soprattutto nei momenti in cui la società evolve velocemente, diventa difficile decidere e applicare tali cambiamenti. Sono state identificate tre famiglie di diritto civile: quello tedesco (presente in 6 Paesi diversi), quello scandinavo (4) e quello francese (21 tra cui l'Italia).

Nel 1998 La Porta, Lopez-de-Sinanes, Shifler e Vishny pubblicarono un'opera nella quale analizzarono le leggi che regolano la protezione degli investitori, la qualità dell'applicazione di queste leggi e la concentrazione della proprietà in 49 Paesi diversi, mettendo a paragone i due sistemi giuridici.

Per quanto riguarda i diritti degli investitori (fra cui il diritto di recesso, il diritto di acquisto futuro per evitare diluizioni, il voto per corrispondenza e tanti altri), affermarono che i Paesi appartenenti al Common Law garantivano una migliore protezione, seguiti a ruota dalle nazioni appartenenti allo Scandinavian Civil Law, al German Civil Law ed infine al French Civil Law (unico Paese europeo che obbliga le imprese a distribuire dividendi). La situazione risulta essere identica se al posto degli investitori vengono presi in considerazione i creditori.

Valutando il *law enforcement* e analizzando, quindi, quelle variabili che influenzano i modi con cui vengono fatte rispettare le leggi e la qualità degli standard contabili, è emerso che i Paesi con leggi di Civil Law tedesche e scandinave presentano una qualità nell'applicazione delle leggi più elevata. Anche nei Paesi di Common Law, l'applicazione delle leggi è forte, mentre è più debole nei Paesi di Civil Law francese.

Per quanto concerne la proprietà, elevati standard contabili e misure di protezione degli azionisti sono associati a un minore grado di concentrazione della stessa, indicando come proprietà poco diluite sono effettivamente una risposta a una scarsa protezione dei diritti degli investitori. Non stupisce, infatti, come dai dati emerge il fatto che le imprese in Paesi appartenenti al French Civil Law presentano il più alto livello di concentrazione della proprietà, mentre le società ad azionariato diffuso sono presenti principalmente in quelle nazioni in cui gli investitori sono protetti a sufficienza.

1.3.2 Meccanismi interni

Fra i meccanismi interni di Corporate Governance principali vi sono: il consiglio di amministrazione, gli schemi di retribuzione del manager, la struttura dei diritti di voto, la presenza di *block-holders* e la disciplina del debito.

1.3.2.1 Consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione è un organo essenziale dell'organizzazione aziendale, avente la responsabilità principale di selezionare e supervisionare il top management in rappresentanza degli azionisti. Quindi, la sua missione fondamentale è salvaguardare il capitale investito, vigilando sulle azioni dei manager e detenendo l'autorità per designarli, compensarli e, se necessario, rimuoverli dalla carica.

Il Cda è composto da vari tipi di amministratori: esecutivi e non esecutivi, interni o indipendenti e con o senza azioni. Il principale rischio per gli azionisti che può concretizzarsi è il fatto che gli amministratori, anziché monitorare l'operato dei manager e segnalare eventuali abusi, possano colludere con essi. Proprio per questo motivo, specialmente negli ultimi anni,

un ruolo fondamentale è ricoperto dagli amministratori indipendenti, i quali non avendo rapporti commerciali o professionali con la società dovrebbero essere assolutamente imparziali. L'importanza di queste figure è riscontrata anche tramite evidenze empiriche; è infatti emerso nell'opera di Adams, Hermalin e Weisbach (2010) che maggiore è il numero di amministratori indipendenti, maggiore è lo sforzo di monitoraggio che viene fatto, maggiore è la possibilità che il manager venga licenziato in seguito a cattive performance. Inoltre, anche il mercato reagisce favorevolmente alla nomina di queste figure, dal momento che generalmente si riscontrano reazioni di prezzo positive in seguito alla loro designazione. I requisiti principali che tali amministratori devono possedere sono: non essere stato esecutivo o dipendente negli ultimi 3 anni, non avere rapporti commerciali o professionali con la società (no compensi aggiuntivi oltre il gettone per la carica), essere in carica per un massimo di 9 anni, non essere nel CdA di società controllate e non avere legami con la società di revisione.

Diversi studiosi si sono cimentati nell'analizzare le performance aziendali in relazione delle caratteristiche del consiglio. Nelle opere di Hermalin e Weisbach (2003) e Denis e McConnell (2003) emersero tre importanti evidenze:

- proporzioni più elevate di amministratori esterni non sono associate a una performance aziendale superiore, bensì consentono di prendere decisioni migliori riguardo a questioni come acquisizioni, compensi esecutivi e cambio del CEO.
- la dimensione del consiglio è correlata negativamente sia alla performance generale dell'azienda sia alla qualità delle decisioni prese. Se il *board* fosse molto grande potrebbe esserci il problema del free-riding (minor sforzo). Inoltre, è possibile che vi siano degli amministratori che appartengono a più consigli di amministrazione (*busy directors*), i quali potrebbero non essere sempre preparati proprio a causa del fatto che sono spesso impegnati. D'altro canto, il fatto di avere un CdA molto ristretto implica una scarsa rappresentanza degli interessi degli azionisti.
- una scarsa performance aziendale, il cambio del CEO e cambiamenti nella struttura proprietaria sono spesso associati a modifiche nella composizione del consiglio.

Per quanto riguarda la struttura del Cda, esistono varie possibili strutture: il sistema tradizionale, nel quale l'assemblea degli azionisti nomina i membri del consiglio di amministrazione e i sindaci del collegio sindacale (organo di controllo), il sistema monistico, nel quale il potere gestorio è solamente nelle mani del consiglio di amministrazione e all'interno dello stesso CdA viene nominato un comitato di controllo formato da amministratori che

godono di particolari requisiti di professionalità e indipendenza, e il sistema dualistico, dove il CdA è detto consiglio di gestione mentre l'organo di controllo è chiamato consiglio di sorveglianza, il quale ha anche potere gestorio per quanto riguarda decisioni di natura strategica per l'impresa.

1.3.2.2 Schemi di retribuzione dei manager

Remunerare i dirigenti correttamente risulta essere fondamentale per incentivarli in maniera ottima e cercare di allineare il più possibile i loro interessi con quelli degli azionisti. Spesso, oltre allo stipendio base e ad eventuali bonus legati alle loro prestazioni nel breve periodo, vengono inseriti nel contratto premi azionari e opzioni su azioni. Nel primo caso, la società vende delle azioni con forte sconto al manager, nel secondo caso invece gli viene conferito il diritto di acquistare, entro un determinato periodo, azioni a un prezzo fissato al momento in cui l'opzione è offerta, per cui il compenso è misurato dalla differenza tra il prezzo di mercato dell'azione al momento dell'esercizio dell'opzione e l'importo pagato dal dirigente. In questo modo si ha sia una componente di *risk sharing* sia di *profit sharing* e il manager, essendo il suo stipendio in parte legato alle performance dell'impresa, sarà incentivato a massimizzare il valore dell'impresa. D'altro canto, le stock options possono indurre il manager a tenere comportamenti opportunistici e illeciti; talvolta fanno di tutto per aumentare il prezzo delle azioni alla fine del periodo di durata dell'opzione, ovvero quando loro devono esercitare l'opzione. Se il prezzo aumenta di molto, la differenza rappresenta un loro guadagno, e quindi il loro profitto aumenta. Per fare alzare il prezzo delle azioni i manager sono disposti anche a effettuare azioni illegali come, ad esempio, corrompere gli analisti, falsificare i libri contabili e retrodatare le opzioni a una data che precede l'aumento del corso del titolo.

Come detto precedentemente, Fama (1980) aveva previsto una remunerazione dei manager in funzione delle prestazioni della loro società, dando vita al cosiddetto modello *Pay for Performance*. Sulla stessa lunghezza d'onda vi erano Murphy (1999) prima e Core, Guay e Larcker (2003) dopo, i quali affermarono che la sensibilità della retribuzione alla performance negli Stati Uniti è aumentata nel tempo. Questo fatto è dovuto principalmente all'incremento di retribuzioni basate su premi azionari e *stock options*. Quest'ultime, infatti, rappresentavano l'elemento in più forte crescita all'interno della remunerazione dei manager.

In vari studi, come ad esempio quello condotto da Kaplan (1994), il quale studiò la remunerazione dei dirigenti in Giappone e negli Stati Uniti, e quello di Conyon e Murphy (2000), negli Usa e nel Regno Unito, però, emerse il fatto che questa sensibilità della remunerazione alla performance aziendale era di gran lunga maggiore negli Stati Uniti, dal momento che venivano concessi molti più premi azionari e *stock options*. Nelle altre zone la quota di compenso legata alla performance era molto più bassa e la loro relazione più debole.

Crespi e Gispert e Renneboog (2002) affermarono che in Spagna un aumento della retribuzione a seguito di incrementi nelle prestazioni era significativo solo se venivano prese in esame le aziende che avevano azionisti con grossi blocchi di azioni.

In Italia, Brunello, Graziani e Parigi (2001) pubblicarono un'opera in cui avevano analizzato la relazione performance-remunerazione manager in un buon numero di società durante il periodo 1993-1996. Anche loro evidenziarono una bassa quota della compensazione legata alle performance, mettendo in mostra tutta la debolezza di tale relazione. Arrivarono addirittura a stimare che un incremento di € 500.000 nei profitti aziendali era associato a un aumento della compensazione di soli € 16. Se invece venivano prese in considerazione solo imprese quotate, straniere o partecipate da multinazionali estere, allora l'impatto delle prestazioni sulla retribuzione era più elevato.

In conclusione, si può affermare che la tipologia di contratto e su cosa si basa la remunerazione per un manager gioca un ruolo fondamentale. Nei Paesi come gli Stati Uniti dove sono maggiormente presenti contratti incentivanti che prevedono il conferimento di *stock options*, la relazione *Pay-Performance* risulta essere più forte. Nei Paesi come l'Italia, dove un'indagine condotta da Hewitt Associates, società di consulenza statunitense, mise in evidenza come ad esempio nel 1995 il compenso medio di un CEO in Italia fosse fisso per il 74% (contro il 40% degli Stati Uniti), tale relazione risulta essere molto più debole. Evidenze empiriche hanno invece dimostrato come una relazione più forte di quella analizzata ce l'abbia quella che coinvolge la dimensione aziendale (*Pay-Size*): remunerazioni più elevate a manager di imprese più grandi.

1.3.2.3 Block-holders

I *block-holders* sono coloro che detengono un quantitativo significativo di azioni, possessori di veri e propri “blocchi”. Si dividono principalmente in due categorie: large shareholders e investitori istituzionali. I primi sono azionisti con una quota di maggioranza assoluta o relativa, fra i secondi invece si annoverano i fondi di investimento o pensionistici, banche e assicurazioni.

Dal momento che detengono una grande quota della società, essi sono incentivati a mettere in atto azioni di monitoring: a differenza del piccolo azionista, infatti, il rapporto costo-benefici risulta essere molto più conveniente. In questo modo si allineano maggiormente gli interessi fra il manager e gli azionisti e viene risolto un problema tipico delle aziende ad azionariato diffuso, ovvero il free-riding degli azionisti.

Come affermato da Vishny e Shleifer (1986), un altro vantaggio derivante dalla presenza di questi *block-holders* è che, in presenza di una cattiva gestione della società, possono facilitare il *take-over*. Avendo quote così rilevanti, fanno sì che la minaccia di un’ipotetica scalata risulti essere molto credibile, mettendo quindi timore nel manager e disciplinando maggiormente il suo comportamento. D’altro canto, la possibilità che il *block-holder* colluda con il management è possibile, rendendo in questo caso inutili tutti i buoni propositi finora elencati.

Infine, generalmente gli investitori istituzionali vengono additati come troppo passivi e “votanti con i piedi”, il che rende ancora più netta la separazione fra proprietà e controllo. Nel corso degli anni, però, sono venuti alla luce numerosi casi di attivismo: il più rilevante è quello avvenuto nel 2003, dove investitori istituzionali portarono avanti una campagna contro il Cda della società Glaxo-Smith-Kline dopo che quest’ultimo aveva proposto un paracadute d’oro al CEO Garnier pari a 36 milioni di dollari, ingiustamente elevato dati i risultati che aveva ottenuto. Il clamore mediatico che suscitò tale campagna fece sì che l’assemblea votò a sfavore di questo provvedimento.

1.3.2.4 Struttura dei diritti di voto

La struttura dei diritti di voto risulta essere un altro meccanismo in grado di regolare eventuali conflitti e allineare gli interessi divergenti fra manager e azionisti. Essa, infatti, è un

elemento che determina la contendibilità del controllo della società e influenza l'esito di una ipotetica scalata.

Vi sono due principali strutture di diritto di voto: one share one vote e dual class share. Se le imprese quotate in borsa adottano la prima, ogni azione conferisce lo stesso diritto di voto e la stessa frazione di dividendo. Se invece si preferisce di adottare la seconda struttura, si vengono a creare due classi di azioni: le azioni di classe A conferiscono all'azionista il diritto di voto (oppure voto plurimo), mentre le azioni di classe B non danno diritto di voto (o voto singolo). Quindi si vengono a generare delle discrepanze in termini di diritto di voto, mentre il diritto al dividendo rimane identico per entrambe le classi.

Idealmente, quando viene fondata una società, si dovrebbe scegliere una struttura dei diritti di voto che permetta di massimizzare il valore dell'impresa non solo oggi, ma anche nel futuro. Grossman e Hart (1987) proposero un modello secondo il quale la struttura ottima, affinché sia garantito il ricambio del management in caso di cattiva gestione, è quella a una sola classe di azioni (one share one vote). Se sono presenti due classi di azione, il 50% conferirà il diritto di voto e l'altro 50% no; a colui che vorrà prendere il controllo basterà acquistare il 25% +1 delle azioni con diritto di voto. Se è presente una sola classe, invece, per prendere il controllo assoluto dovrà comprare il 50% +1 delle azioni. La regola one share one vote obbliga chiunque voglia ottenere il controllo ad acquisire una quota di proprietà proporzionata alla quota di controllo e quindi invoglia a prendere decisioni a favore di tutti. Quindi, l'incentivo a sforzarsi aumenta nel secondo caso perché metà dei profitti vanno in tasca sua, così come diminuirà l'estrazione di benefici privati in quanto nel primo caso li paga 25%, mentre nel secondo il 50%. Quindi, in presenza di una sola classe di azioni, il manager ha incentivo a comportarsi meglio.

Generalmente, quindi, una deviazione dalla regola one share one vote permette il trasferimento del controllo quando non dovrebbe esserci e lo ostacola quando invece dovrebbe essere portato a termine. D'altro canto, in determinati casi l'utilizzo di due classi di azioni risulterebbe essere vantaggioso; infatti, quando sia lo scalatore sia il manager in carica competono per un bene verso il quale hanno una simile disponibilità a pagare e quando i benefici privati del controllo sono estremamente rilevanti, come nel caso di imprese nel settore dell'editoria e società sportive, la struttura dual class share permette di creare maggiore valore, massimizzandolo.

Grossman e Hart (1987) non ritennero però necessario obbligare le imprese ad adottare una struttura a una classe di azione poiché erano convinti che il mercato, aggiustandosi

spontaneamente, avrebbe comunque penalizzato le società che deviavano dalla regola one share one vote e poi perché porre delle restrizioni avrebbe aumentato il costo della raccolta di capitali sul mercato azionario.

1.3.2.5 Disciplina del debito

Infine, un altro ruolo fondamentale è svolto dalla struttura di capitale, e in particolare dal debito, il quale ha una funzione disciplinante nei confronti del manager e modera i conflitti tra *insiders* e *outsiders*. I lavori di Jensen e Meckling (1976) e di Jensen (1986), misero in evidenza i motivi principali per cui il debito poteva essere considerato come un fattore disciplinante e, allo stesso tempo, tutti i costi a cui erano associati.

Innanzitutto, il debito pone un vincolo alla discrezionalità del manager: dal momento che egli ha l'obbligo di rimborsare la quantità di denaro e in più deve pagare gli interessi, ha un incentivo a comportarsi in maniera efficiente, a non investire in progetti poco profittevoli e a non indulgere in benefici privati, anche perché il *cash flow* disponibile nelle mani del manager per uso discrezionale sarà ridotto. In secondo luogo, il debito riduce la necessità di chiedere finanziamenti tramite l'emissione di nuove azioni, riducendo così i conflitti tra manager e azionisti, i quali potrebbero vedersi diluire la loro quota. Infine, chiedere un prestito alle banche farebbe sì che quest'ultime metterebbero in atto continuamente attività atte a monitorare l'operato del management, riducendo così le asimmetrie informative.

Per quanto riguarda i costi, invece, possono essere divisi in tre categorie: costi di fallimento, costi di monitoraggio e costi opportunità. I primi sono dovuti al fatto che più un'impresa si indebita, più aumenta la probabilità che fallisca e più è probabile che debba incorrere in costi diretti e indiretti di fallimento. I secondi riguardano ad esempio la necessità di sostenere spese associate ai contratti, i quali sono molto complessi e possono prevedere un numero elevato di clausole. Infine, i costi opportunità sono legati alla scelta dell'imprenditore di quanto debito chiedere: nel caso in cui si opti per finanziare l'impresa con un'alta percentuale di debito, il manager sarà incentivato a investire in attività rischiose ad alto rendimento. Nel caso andasse bene, incassa il profitto, nello scenario in cui andasse male non rimborserebbe il debito. A questo punto, i finanziatori, consapevoli di tutto ciò, ridurranno la quantità di debito concessa oppure aumenteranno notevolmente il tasso di interesse.

1.4 Riforme di Corporate Governance

Negli ultimi decenni sono state promulgate numerose riforme di Corporate Governance in modo tale da tutelare i piccoli azionisti da eventuali pratiche espropriative; i fattori principali per cui tali norme sono state emanate sono molteplici. Innanzitutto, Kamar (2006) affermò che “They were prompted by mounting pressure on member states to instill trust in their securities markets, which were becoming important drivers of economic growth during a time of mass privatization, capital mobility, and corporate scandals”²¹. Come è emerso dal suo studio, quindi, dato il momento storico particolare in cui la competizione internazionale per il capitale azionario stava aumentando in seguito alla globalizzazione e alle numerose privatizzazioni, le istituzioni hanno cercato di rendere più appetibili i mercati finanziari nazionali. In secondo luogo, Ferran (2004) mise in evidenza l’esigenza della Comunità Europea di istituire un quadro normativo comune in modo tale da uniformare le regole, specialmente quelle legate alla trasparenza e divulgazione. Infine, è risultato necessario prendere provvedimenti nei confronti di amministratori e manager inasprendo le pene anche perché si sono verificati un gran numero di scandali finanziari e contabili, come quelli di Parmalat ed Enron.

1.4.1 Focus sugli Stati Uniti, Francia e Germania

Come emerge dallo studio di Enriques e Volpin (2007), tali riforme riguardano principalmente quattro aspetti: il rafforzamento dei meccanismi interni di governance, una protezione maggiore degli azionisti, il miglioramento dei requisiti di divulgazione e trasparenza e il rafforzamento della responsabilità pubblica.

Per quanto riguarda il rafforzamento dei meccanismi interni, negli Stati Uniti, a seguito dei numerosi scandali, furono emanate riforme principalmente legate alla composizione del Cda e degli organi di controllo. La maggioranza degli amministratori avrebbe dovuto soddisfare il requisito di indipendenza e i comitati per la revisione contabile, i cui poteri vennero ampliati, sarebbero dovuti essere interamente composti da professionisti indipendenti. Inoltre, i requisiti di indipendenza erano anche obbligatori all’interno del comitato per la remunerazione dei dipendenti, dichiarato necessario all’interno delle aziende in modo tale da limitare/evitare

²¹Kamar E. (2006), “Beyond Competition for Incorporations”, Georgetown Law Journal.

soprusi. Questa attenzione maniacale nei confronti del concetto di indipendenza è dovuta al fatto che negli Usa gli amministratori prendono tutte le decisioni (oppure hanno un potere esclusivo di indirizzarle se è obbligatorio il voto degli azionisti) e quindi, dati gli enormi poteri, è necessario che le persone che si occupavano della gestione fossero imparziali e non avessero conflitti di interessi. In Europa, invece, sono gli azionisti che hanno l'ultima parola su un grande numero di questioni, come ad esempio il *buy-back* ed il pagamento dei dividendi.

In Germania, nel 1998 fu emanata una riforma con cui vennero ridefiniti i compiti sia del consiglio di gestione sia del consiglio di sorveglianza. Il primo avrebbe dovuto riferire al consiglio di sorveglianza su questioni di gestione del rischio, bilancio e piani aziendali. Il secondo avrebbe dovuto riunirsi almeno quattro volte l'anno e gli venne dato un ruolo più importante nella scelta e nel rapporto con il revisore contabile.

In Francia, nel 2001, venne emanata una legge riguardo le *new economy regulations*, nella quale veniva dichiarato che "ogni direttore dovrebbe ricevere tutte le informazioni necessarie per adempiere ai suoi compiti" e che "ogni direttore può ottenere tutti i documenti che ritiene opportuni richiedere"²². Nel 2003, a seguito della promulgazione della "legge sulla sicurezza finanziaria", furono apportati dei cambiamenti al testo precedente e fu dichiarato che "il presidente o l'amministratore delegato è obbligato a fornire a ciascun direttore tutte le informazioni necessarie per adempiere ai suoi doveri". La normativa per cui ogni direttore poteva ottenere qualsiasi documento che riteneva necessario richiedere fu cancellata; in questo modo questa legge, pur avendo lo scopo di rafforzare i poteri dei direttori e degli azionisti, ebbe l'effetto contrario, limitando i poteri conferiti ai direttori due anni prima.

Per quanto concerne la protezione degli azionisti, le due principali borse degli Stati Uniti, nel 2003, modificarono le regole di quotazione in modo tale da aumentare i poteri degli shareholders e limitare comportamenti opportunistici da parte dei manager delle società. L'approvazione degli azionisti dei piani di compensazione basati su azioni fu dichiarata obbligatoria e fu vietato ai broker di votare grazie alle azioni dei loro clienti per approvare tali piani, a meno che quest'ultimi non avessero impartito chiare istruzioni su come votare.

In Francia, all'inizio degli anni 2000, vennero emanate leggi che obbligarono l'assemblea a procedere con un'annuale divulgazione e ratificazione di qualsiasi transazione non routinaria avvenuta con un azionista importante e alcune forme di compensazione esecutiva. Un decreto emanato nel 2002 permise agli azionisti di poter vendere le loro azioni

²²Menjucq M. (2005), "The Company Law Reform in France."

fino al giorno prima dell'assemblea, le soglie di possesso per poter esercitare alcuni diritti, come il diritto di convocare un'assemblea, furono abbassate e l'esercizio del voto venne reso più facile, favorendo i residenti all'estero e facilitando la circolazione di documenti prima dell'assemblea, come le proposte degli azionisti.

Nel 2002, la Germania rivisitò il suo codice fiscale tentando di incoraggiare le imprese e le istituzioni finanziarie a districare le loro partecipazioni incrociate. Nel 2003, gli azionisti che intentavano cause per danni derivanti da violazioni dell'obbligo di divulgazione e frodi ricevettero agevolazioni e maggiori tutele. Infine, in Europa, fu introdotta la regola dell'OPA obbligatoria al superamento di una determinata soglia: l'acquirente che supera tale limite deve presentare una proposta di acquisto di tutte le azioni rimanenti ad un prezzo generalmente superiore al prezzo di mercato.

Per quanto riguarda il miglioramento dei requisiti di divulgazione, è stato fatto un buon lavoro sia negli Stati Uniti, dove sono stati imposti numerosi obblighi e allargati i compiti dei revisori, sia in Europa, dove ci si è concentrati maggiormente sui regolamenti di corporate governance, sulle operazioni tra parti correlate e l'insider trading, sulla compensazione e sulla rendicontazione finanziaria. Nel 2002 fu redatto un regolamento dalla Comunità Europea atto ad uniformare le rendicontazioni finanziarie: i bilanci delle imprese quotate, infatti, avrebbero dovuto seguire degli standard internazionali. Inoltre, nel 2003, emanò una direttiva riguardo gli "abusi di mercato", contenendo informazioni che potevano essere di aiuto a risolvere determinati problemi come l'insider trading e le frodi sui titoli. Infine, vennero emanate delle leggi che obbligarono le società a divulgare la retribuzione dei singoli membri del consiglio di amministrazione, comprese le stock options (in Francia nel 2001 e in Germania nel 2006).

In conclusione, per quanto concerne l'applicazione delle leggi, negli Stati Uniti le regole di Corporate Governance vengono applicate in maniera estremamente rigorosa, in particolar modo dopo gli scandali eclatanti che hanno scosso il Paese; attraverso l'emanazione del *Sarbanes-Oxley Act* (2002), furono incrementate le risorse della SEC (*Securities and Exchange Commission*), inasprite le pene per frode e istituito un organismo di supervisione dei revisori e vigilanza dei bilanci delle società quotate, ovvero il *Public Company Accounting Oversight Board* (o PCAOB).

La Germania e la Francia hanno istituito anch'esse un'autorità che vigilasse sui mercati finanziari, rispettivamente la *Federal Financial Supervisory Authority* (BaFin) e l'AMF

(*Autorité des Marchés Financiers*). Entrambi i Paesi prevedono sanzioni penali nei casi di abuso di mercato e multe salate per violazioni riguardo l'insider trading.

1.4.2 Focus sull'Italia

La trasformazione del diritto societario italiano può essere collocata agli inizi degli anni '90 quando il governo emanò la "Legge Amato", la quale avviò un lungo processo di privatizzazione delle banche pubbliche e diede inizio alla trasformazione degli istituti di credito di diritto pubblico e delle casse di risparmio in società per azioni, aventi come principale azionista le fondazioni di origine bancaria. Negli anni successivi molte imprese controllate dallo Stato furono convertite in società per azioni, fino a che non si raggiunse il culmine nel 1997 con la privatizzazione di Telecom Italia e Borsa Italiana. Come emerge nello studio di Kamar (2006), il piano di privatizzazione aveva perseguito due obiettivi principali: "The first objective was to facilitate the consolidation of the Italian industry in order to compete with foreign businesses. The second objective was to lower the national deficit in order to qualify for admission into the euro system"²³.

Il 24 febbraio 1998 fu emanato un provvedimento che rappresenta un punto di svolta per quanto riguarda le riforme di Corporate Governance in Italia, ovvero la Legge Draghi. Quest'ultima, infatti, insieme alla campagna di privatizzazioni ed in particolare quella della Borsa Italiana, rappresentano i driver che hanno poi portato alla redazione della prima versione del Codice di Autodisciplina. La Legge Draghi prevedeva regole riguardanti vari aspetti, tra cui l'informativa societaria, le partecipazioni incrociate, i patti di sindacato, l'OPA e la tutela delle minoranze. Vennero introdotti nuovi obblighi di divulgazione e trasparenza, resi più stringenti i requisiti di indipendenza dei membri del collegio sindacale, rafforzati i diritti degli azionisti, ad esempio abbassando alcune soglie di capitale per l'esercizio di determinati diritti e agevolando eventuali azioni di responsabilità contro gli amministratori se necessarie, furono resi possibili i voti per corrispondenza e il diritto di recesso in alcuni contesti, vennero disciplinate maggiormente le operazioni con le parti correlate, fu inserito un limite del 3% agli incroci azionari e disciplinati maggiormente altri meccanismi come i patti di sindacato (limite massimo di validità pari a 3 anni) e le strutture piramidali. Le minoranze degli azionisti

²³Kamar E. (2006), "Beyond Competition for Incorporations", *Georgetown Law Journal*.

ottennero il diritto di eleggere almeno un amministratore del CdA e un sindaco nel collegio sindacale e fu resa necessaria l'approvazione di una maggioranza qualificata dei due terzi dell'assemblea per prendere determinate decisioni, come l'emissione di azioni, fusioni o modifiche dello statuto. Infine, furono estesi i poteri della Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa istituita nel 1974) per quanto riguarda la possibilità di investigazione e vigilanza, e inasprite le pene.

Nel 1999, venne redatta la prima versione del Codice di Autodisciplina, chiamato anche Codice Preda. Il principale obiettivo era quello di promuovere delle *best practices*, in modo tale da risolvere eventuali conflitti di interessi che potevano nascere fra shareholders-stakeholders, maggioranza-minoranza e management-shareholders. Questo codice è stato soggetto a varie rivisitazioni nel corso degli anni: ultimamente ha preso sempre più importanza l'impatto dell'attività sociale sull'esterno, ovvero sull'ambiente e sulla società. La Corporate Social Responsibility è dunque ritenuta sempre più rilevante per il successo delle imprese; come affermato dallo stesso Preda (2019), "il focus è oggi sulla sostenibilità, nel tentativo di spronare verso politiche di lungo termine, capaci di non compromettere lo sviluppo e le generazioni future"²⁴. Questo codice si basa sul principio del 'comply or explain', anche se oggi è adottato da gran parte delle società: nel 2018 aderirono al codice l'85% delle società medio-grandi e il 68% delle società piccole. In Figura 3, emerge che il codice viene applicato da un numero massiccio di imprese in tutte le principali aree di governance.

Applicazione del Codice per "aree di governance"
(2017-2018)

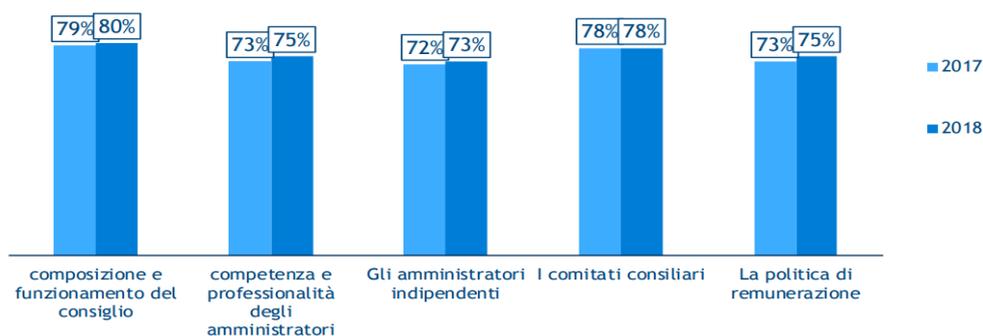


Figura 3: Percentuali di adesione delle società quotate italiane al Codice di Autodisciplina suddivise per aree di governance. [Fonte: Preda (1999), Slide Lectio Magistralis].

²⁴ Preda (2019), Slide Lectio Magistralis, Politecnico di Milano.

Nel 2001, numerose leggi e decreti ampliarono la flessibilità sia delle società pubbliche sia di quelle private nel finanziare e strutturare le loro operazioni, furono consentite diverse strutture del consiglio di amministrazione, limitate la capacità degli azionisti di intentare cause collettive, autorizzato l'emissione di azioni privilegiate, azioni riscattabili, obbligazioni di qualsiasi tipo, strumenti finanziari ibridi e facilitato il voto degli azionisti. Come emerge nell'opera di Kamar (2006), tali riforme si proponevano di “perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali”.²⁵

Nel 2003, venne emanata una legge che riguardava i manager e le attività in cui loro avevano degli interessi. Fu resa obbligatoria sia la comunicazione all'intero consiglio di amministrazione e al collegio sindacale di qualsiasi interesse diretto o indiretto che avrebbero potuto avere in una transazione sia l'approvazione preventiva del consiglio di amministrazione per poter portare avanti queste attività. Fu inoltre reso possibile il diritto di votare ai manager ma, nel caso in cui non si sarebbero astenuti dal voto, avrebbero dovuto spiegare adeguatamente le ragioni della transazione e i benefici che ne derivano per l'azienda.

Nel 2005 il parlamento italiano promulgò la “legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari” che prevedeva una maggiore protezione degli investitori in seguito al crollo di Parmalat avvenuto due anni prima. Tale legge prevedeva fra l'altro maggiori controlli nel governo societario, maggiori obblighi per quanto riguarda divulgazione e trasparenza, regolava le figure degli intermediari e conferiva maggiori poteri ai revisori contabili. Inoltre, per assicurare l'indipendenza effettiva di coloro che avrebbero dovuto vigilare sui conti delle società, fu imposto un cambio dei revisori legali ogni 6 anni e quello della società di revisione ogni 12 anni.

Nel 2010 vennero definite ulteriori regole per le operazioni con le parti correlate, fu imposta una soglia minima di amministratori indipendenti che avrebbero dovuto essere presenti all'interno dei consigli di amministrazione e tutta una serie di regolamentazioni volte a rendere il più possibile trasparenti le attività da loro svolte.

Nel 2014 fu eliminato il divieto di emettere azioni a voto plurimo/maggiorato. le società già quotate non avrebbero potuto emettere questo tipo di azioni, mentre quelle non ancora quotate sì, con un tetto massimo di tre voti per azione. Alle imprese già quotate, tuttavia, fu permessa l'assegnazione di un voto aggiuntivo ai loro azionisti che detenevano un pacchetto di

²⁵Kamar E. (2006), “Beyond Competition for Incorporations”, Georgetown Law Journal.

azioni per più di 24 mesi, in modo tale da premiare la loro fedeltà. Infine, con l'obiettivo di aumentare la contendibilità, fu abbassata la soglia superata la quale sarebbe risultato necessario il lancio dell'OPA, dal 30% al 25%; tuttavia, questo abbassamento sarebbe risultato essere valido qualora nessun altro azionista avesse posseduto una quota maggiore.

In conclusione, risulta essere molto interessante dare uno sguardo al quadro generale attuale del governo societario, andando a consultare il "Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane" del 2022, stilato dalla Consob.

Per quanto riguarda la concentrazione proprietaria, la quota che detiene il maggiore azionista è pari in media al 49%, più alta che nel 2020 (47%) e circa tre punti percentuale maggiore di quella del 2011. È diminuita, invece, la presenza degli investitori istituzionali: nel 2022 erano presenti solo in 55 società, rispettivamente 10 e 20 in meno rispetto al 2020 e al 2011. Se considerassimo invece soltanto gli investitori esteri, il calo risulta essere ancora più drastico.

Per quanto concerne gli organi sociali, grazie alla legge emanata nel 2019 la percentuale di presenza femminile è aumentata nei Cda delle società quotate in borsa e di quelle a controllo pubblico; la quota degli incarichi di amministratore delle società quotate esercitata da una donna è arrivata ad attestarsi al 43%. Inoltre, le donne nella maggior parte dei casi svolgono il ruolo di consigliere indipendente (73%), mentre molto più di rado ricoprono il ruolo di amministratore delegato o di presidente dell'organo amministrativo.

Nel 2022, durante la stagione assembleare delle 100 società quotate a più elevata capitalizzazione, la partecipazione degli azionisti è aumentata, raggiungendo una media del 75,4% del capitale sociale (1 punto percentuale in più del 2021, 5 in più del 2012). Gli investitori istituzionali italiani hanno svolto un ruolo significativo e attivo, rappresentando il 2,6% del capitale sociale e partecipando a 94 assemblee, rispetto alle 40 del 2012. Nel complesso, c'è stato un aumento del consenso assembleare rispetto all'anno precedente sia per le politiche di remunerazione (con un'approvazione del 67,9% del capitale sociale) e sia per il voto consultivo sui compensi dell'esercizio precedente (con il 68,8% del capitale sociale a favore).

Infine, tra il 2011 e il 2022, sono stati pubblicati un totale di 704 documenti informativi riguardanti operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate (OPC). Di questi, 34 documenti sono stati pubblicati nel 2022. Le OPC hanno principalmente coinvolto finanziamenti o contratti per la fornitura di beni o servizi (50,9% dei casi), seguiti da trasferimenti di attività

(31,8%) e operazioni sul capitale che hanno comportato una modifica della partecipazione al capitale detenuta dalla parte correlata rispetto agli altri azionisti (17,3%). Nell'82% dei casi, la parte correlata coinvolta è stata rappresentata dall'azionista di controllo o principale, mentre in una minoranza di casi, l'operazione ha coinvolto società controllate o collegate (12,9%) e amministratori, dirigenti o imprese a essi collegate (4,8%).

2. Dual Class Share

2.1 Strumenti per garantire il controllo

Come si è potuto constatare nello scorso capitolo, la separazione fra la proprietà e il controllo può causare numerosi problemi dovuti principalmente al fatto che i vari attori hanno interessi differenti. In un'azienda ad azionariato diffuso, il manager, se non adeguatamente incentivato, può mettere i propri interessi davanti a quelli dell'impresa, perseguendo fama e prestigio attraverso la crescita della società, senza preoccuparsi troppo della massimizzazione del valore della società: infatti, è bene sottolineare che raggiunta una determinata soglia di crescita, i profitti degli azionisti tendono a calare. Dunque, è necessario cercare di allineare tali interessi in modo tale che vengano prese decisioni per il bene della società, cercando di massimizzare il suo valore. In un'impresa in cui è presente un azionista di maggioranza, è possibile che quest'ultimo detenga un potere maggiore di quello che dovrebbe effettivamente avere: questo è dovuto principalmente alla separazione tra i diritti di cash flow e di voto che consente la creazione di una "proprietà sproporzionata". Come affermato da Adams e Ferreira (2008), "by disproportional ownership we mean mechanisms that allow some shareholders to control a proportion of votes that is larger than their proportion of rights to the firm's cash flows. [...] Under "one share-one vote" there is no wedge between cash flow and effective voting rights. A disproportional ownership structure is one that deviates from the "one share-one vote" principle"²⁶. Come emerge dalla loro opera, il principio one share one vote non permette una separazione tra i diritti di voto e quelli patrimoniali, dal momento che un'azione permette di ottenere un voto: colui che vorrà incrementare il proprio potere è costretto ad aumentare la propria partecipazione all'interno della società, andando incontro ad un esborso notevole. Dato l'investimento considerevole che è costretto a fare, una volta insediatosi al comando dell'impresa, tenderà a comportarsi in maniera corretta, cercando di prendere decisioni che massimizzino il valore della società. Da questo punto di vista, la struttura azionaria single class risulta essere quella più efficiente, garantendo una minore (se non nulla) espropriazione degli azionisti di minoranza. Tuttavia, esistono diversi strumenti che, se

²⁶ Adams R. e Ferreira D. (2008), "One Share-one vote: the empirical evidence", Review of Finance.

utilizzati, consentono di controllare l'impresa e garantire il controllo anche se la partecipazione azionaria è inferiore a quella ottimale; i principali sono:

- Struttura azionaria dual class: vengono create più classi di azioni aventi diritti di voto differenti. L'azionista di maggioranza può mantenere il controllo comprando perlopiù azioni aventi un diritto di voto maggiore.
- Struttura piramidale: in questo caso, una società detiene una partecipazione in un'altra società, che a sua volta detiene una partecipazione in un'altra e così via. Questo meccanismo consente all'azionista in cima alla piramide di esercitare un controllo significativo su molte aziende, pur non avendo una partecipazione diretta in esse.
- Partecipazioni incrociate: quando due o più società possiedono azioni l'una dell'altra, si viene a creare un intreccio di interessi che può essere utilizzato per mantenere il controllo ed ostacolare la contendibilità dell'impresa.
- Patti di sindacato: questo strumento prevede un accordo tra due o più soci, atto a stabilire una linea di azione comune. Consente a pochi azionisti, proprietari di quote piccole ma, se sommate, rilevanti rispetto a quelle possedute da azionisti di minoranza, di controllare il 100% delle decisioni dell'impresa.

In aggiunta, nonostante non vengano sempre considerati come strumenti atti a separare i diritti di voto e quelli patrimoniali, la dispersione della proprietà e il voto fiduciario permettono di ottenere esattamente questo effetto. Come riportato da Adams e Ferreira (2008), con il voto fiduciario, determinati soggetti, come ad esempio gli investitori istituzionali, possono detenere azioni in *trust* se i loro clienti gli conferiscono i diritti di voto; dal momento che i clienti continuano a possedere i diritti patrimoniali ma hanno assegnato al fiduciario i propri diritti di voto, si viene a creare una separazione fra proprietà e controllo. Gli investitori istituzionali possono anche prendere in prestito delle azioni in modo tale da agevolare la vendita allo scoperto, ma pure questo permette di separare i cash flow rights dai voting rights. Poiché il mutuuario alla fine restituisce le azioni ed eventuali dividendi accumulati al prestatore, quest'ultimo, nonostante il prestito, mantiene i diritti al cash flow, mentre il mutuuario ha il controllo temporaneo dei diritti di voto. Infine, le istituzioni possono separare i flussi di cassa dai diritti di voto utilizzando i mercati dei derivati.

2.1.1 Patti di sindacato

Un patto di sindacato è un “accordo tra tutti o alcuni dei soci di una società, diverso dallo statuto e dall'atto costitutivo, finalizzato a disciplinare determinati aspetti della vita sociale”²⁷. Sono definiti anche “patti parasociali” e servono per stabilire una linea d’azione comune, disciplinando il comportamento degli azionisti su determinate questioni; inoltre, è bene sottolineare che questi accordi vincolano esclusivamente coloro che decidono di aderire a tale accordo. Pertanto, non bisogna confonderli con i patti sociali, i quali, essendo inseriti all’interno dello statuto, devono essere rispettati da tutti gli azionisti.

Un patto parasociale può essere stipulato per regolare i comportamenti su molteplici questioni; in particolare, l’oggetto del patto di sindacato, tendenzialmente, riguarda il voto in assemblea (sindacato di voto) e il trasferimento delle azioni (sindacato di blocco). Nel primo caso viene stipulato un accordo che istituisce l’obbligo di preventiva consultazione per l’esercizio del diritto di voto, mentre nel secondo caso vengono posti dei limiti al trasferimento delle azioni di coloro che hanno aderito a tale patto. Entrambi i patti sono strumenti per garantire il controllo e influenzano la contendibilità del controllo dell’impresa; i sindacati di voto permettono ad un gruppo di azionisti di rimanere saldi al comando, dal momento che si impegnano a votare congiuntamente per un determinato periodo di tempo. Se la quota complessiva detenuta dagli azionisti è sufficientemente grande, essi possono incanalare le decisioni dell’impresa su determinati binari a loro piacimento per un certo periodo di tempo in maniera incontrastata. I sindacati di blocco, ponendo limiti al trasferimento delle azioni, disincentivano gli azionisti aderenti al patto a cedere la propria partecipazione a soggetti non graditi a tutti gli altri membri; in questo modo, si cristallizza la compagine sociale e si scoraggia l’ingresso di nuovi azionisti.

Questi patti rappresentano dei veri e propri contratti e possono essere a tempo determinato (con possibilità di proroga) o indeterminato; nel primo caso gli azionisti che vi hanno aderito non possono svincolarsi dal patto, se non in rare occasioni, mentre nel secondo caso questa possibilità è contemplata, dando un preavviso di alcuni mesi. Infine, questi accordi devono essere anche pubblicizzati all’esterno della società, in modo tale da informare gli investitori e il mercato stesso: nel caso in cui non si osservasse tale obbligo, il patto verrebbe dichiarato nullo. In Italia, un patto parasociale a termine in una società per azioni può avere una

²⁷ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/patto-di-sindacato.html>

durata massima pari a cinque anni, trascorsi i quali deve essere rinegoziato o prorogato, nel caso in cui le parti coinvolte desiderano continuare la collaborazione. Se l'accordo è a tempo indeterminato, invece, l'azionista ha il diritto di recedere con un preavviso di 180 giorni. Inoltre, il "Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria stabilisce che per le società quotate (e per le società che le controllano) i patti parasociali devono essere comunicati alla Consob, al pubblico dei risparmiatori (mediante pubblicazione sulla stampa) e alla società stessa e all'inizio di ciascuna assemblea pena la nullità dei patti"²⁸.

Come affermato da Bennedsen e Wolfenzon (2000) vi sono due principali effetti che nascono dalla stipulazione di questi accordi che permettono la creazione di una coalizione fra più azionisti: questi vengono chiamati "effetto allineamento" e "effetto della formazione della coalizione". Il primo è l'effetto positivo che esiste fra i flussi di cassa posseduti dalla coalizione che controlla la società e il valore di quest'ultima: più il diritto al cash flow complessivo è alto, più la coalizione tende a comportarsi in maniera corretta e ad estrarre meno benefici privati. Il secondo effetto, invece, è negativo e si presenta nel momento della formazione della coalizione: più il diritto al cash flow è basso, più risulta essere vantaggioso estrarre benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza. All'interno di una società, differenti coalizioni possono avere sufficienti diritti di voto per poter controllare l'impresa efficacemente: l'effetto della formazione della coalizione minimizza i diritti al cash flow della coalizione. In questo modo, coloro che controllano l'impresa possono espropriare un maggior numero di azionisti, ed essendo meno coinvolti economicamente tenderanno a sfruttare maggiormente i benefici privati del controllo, massimizzando la propria utilità. In aggiunta, i due studiosi affermarono che più i diritti al cash flow sono distribuiti tra più azionisti, più risulta essere facile trovare una coalizione con sufficiente potere di voto ma avente una quota relativamente piccola di diritti patrimoniali.

2.1.2 Piramidi societarie

Le piramidi societarie, o gruppi piramidali, sono strutture che permettono a chi è al comando di una società di controllarne tante altre in maniera indiretta, senza sborsare ingenti

²⁸ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/patto-di-sindacato.html>

somme di denaro: l'azienda al vertice di tale piramide risulta essere in grado di controllare a cascata tante altre imprese, ritrovandosi ad avere partecipazioni azionarie rilevanti e sufficienti per poter controllare le sue attività, pur avendo effettuato un investimento relativamente piccolo. Più il numero delle società appartenenti alla piramide è grande, più il rischio a cui è sottoposto il socio di controllo dell'azienda al vertice è minore. Infatti, alcune di queste aziende possono essere quotate in Borsa, il che significa che possono ottenere molto capitale di debito dal mercato, limitando invece i fondi propri investiti dal socio di controllo nel gruppo. Inoltre, spesso gli azionisti di minoranza sono così tanti e detengono quote così piccole che sono poco incentivati a partecipare alle assemblee, permettendo al proprietario di ottenere il controllo con un investimento più piccolo di quello necessario per ottenere il controllo assoluto. Si innesca, così, un meccanismo di demoltiplicazione della quota necessaria per il controllo di una società: l'azienda all'apice della piramide può così controllare molte imprese il cui valore aggregato è maggiore della ricchezza investita dalla società nelle azioni che le conferiscono i diritti di proprietà, ovvero la ricchezza investita è inferiore al valore complessivo degli asset controllati.

In aggiunta, non solo un investitore senza ingenti somme di capitale può controllare società di grandi dimensioni, bensì può sfruttare i benefici economici derivanti dall'emissione di dividendi da parte delle imprese controllate; quest'ultimi, solitamente, sono pure molto elevati, dal momento che tali risorse devono risalire fino al vertice per arrivare agli azionisti che controllano la società. I gruppi piramidali vengono anche definiti "scatole cinesi", dove la più grande è quella al vertice di tale struttura, mentre al suo interno si annidano tante altre scatole di grandezza decrescente, le quali rappresentano le imprese controllate.

Un esempio di struttura piramidale può essere osservato in Figura 4, dove viene illustrata la struttura proprietaria della società Volkswagen AG. Come documentato da Enriques e Volpin (2007), la famiglia Porsche detiene il 100% delle azioni con diritto di voto dell'impresa Porsche AG, ma soltanto il 50% dei diritti al cash flow. A sua volta, Porsche AG possiede il 25,1% del potere di voto, e soltanto il 18,9% dei diritti patrimoniali. A causa dell'effetto combinato della struttura dual class delle imprese e della struttura piramidale, la famiglia Porsche è in grado di controllare Volkswagen AG detenendo il 25,1% del potere di voto, ma allo stesso tempo possedendo soltanto il 9,44% del patrimonio della società.

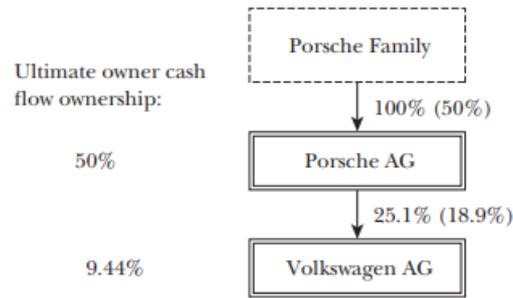


Figura 4: Struttura piramidale Volkswagen nel giugno del 2006. [Fonte: Enriques e Volpin (2007)].

Come emerge anche dallo studio di La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer (1999), “the controlling shareholders typically have power over firms significantly in excess of their cash flow rights, primarily through the use of pyramids and participation in management”²⁹. La struttura piramidale, dunque, permette una maggiore separazione fra proprietà e controllo, permettendo a chi è al comando della società al vertice di tale struttura di gestire le attività di parecchie imprese sottostanti e, potenzialmente, di deviare nelle sue tasche parte dei profitti, mettendo in atto comportamenti opportunistici. In conclusione, si può affermare che la struttura piramidale, dunque, sottrae al mercato (azionisti) il trasferimento del controllo (e il premio), riservandone i benefici a una stretta cerchia di persone.

Con lo scopo di regolare tali strutture, la Commissione Europea, nel 2003, emanò una direttiva con la quale raccomandava agli Stati membri “di non ammettere alle quotazioni, società appartenenti a strutture piramidali abusive”, termine con il quale si volevano intendere “società di partecipazione i cui unici e principali attivi sono rappresentati da una partecipazione in un’altra società quotata, eccezione fatta per i casi in cui il valore economico dell’ammissione alla quotazione sia chiaramente dimostrato”.

2.1.3 Partecipazioni incrociate

Si parla di partecipazione incrociata quando si verifica, appunto, un incrocio di partecipazioni fra aziende quotate oppure fra la società controllante e quella controllata: in

²⁹ La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A. (1999), “Corporate Ownership around the World”, The Journal of Finance.

questi casi, quindi, le imprese risultano essere ognuna socia dell'altra. Tale fenomeno deve essere normato poiché comporta un pericolo di alterazione della consistenza patrimoniale delle società coinvolte e del corretto funzionamento delle rispettive assemblee. Nello scenario in cui venisse effettuata una reciproca sottoscrizione di un aumento di capitale, ci sarebbe un incremento del capitale nominale delle due società senza un corrispettivo aumento reale dello stesso. Inoltre, queste partecipazioni permettono di sottrarre il controllo ed il potere decisionale agli azionisti di minoranza e ostacolano la contendibilità del controllo; acquistare quote in una società può avere anche finalità difensive: ad esempio, nel 2017 Generali, così come Capitalia nel 2006, acquistò azioni di Intesa San Paolo in modo tale da ostacolare la scalata ostile del gruppo bancario.

In Italia, gli incroci azionari sono regolamentati dal TUF, il quale ha imposto un tetto massimo pari al 3%, estendibile al 5% previa autorizzazione delle assemblee delle due società coinvolte. Inoltre, viene aggiunto che “in caso di partecipazioni reciproche eccedenti il limite indicato, la società che ha superato il limite successivamente non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni eccedenti e deve alienarle entro dodici mesi dalla data in cui ha superato il limite. In caso di mancata alienazione entro il termine previsto la sospensione del diritto di voto si estende all'intera partecipazione”³⁰.

2.1.4 Struttura azionaria a doppia classe

Come si è anticipato nello scorso capitolo, con il termine “dual class share” si intende una struttura azionaria non uniforme, che presenta almeno due classi di azioni che conferiscono differenti diritti di voto. Questa differenza si può tradurre in un'emissione di azioni A con diritto di voto singolo (*voting*) e azioni B senza alcun diritto di voto (*non voting*), oppure nella creazione di due classi A e B, la prima avente un voto plurimo/maggiorato (*multiple voting*) mentre la seconda un voto singolo. A parità di capitale, la differenza sostanziale risiede nel potere che viene dato agli azionisti che le posseggono: coloro che disporranno quelle di classe A, infatti, potranno partecipare con un peso maggiore alla vita societaria, potendone incanalare le decisioni su determinati binari senza possedere una quota eccessivamente alta.

³⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/partecipazioniincrociate.htm>

In questo capitolo, per semplicità, tratteremo le strutture a doppia classe di azioni dove vi è una divisione del diritto di voto come appena spiegato; però, è bene sottolineare che oggi esistono delle strutture estremamente complesse, dal momento che possono essere emesse numerose tipologie di azioni differenti. Infatti, può essere conferito un diritto di voto per ogni azione posseduta, uno per ogni azione ma limitato alle sole assemblee straordinarie (azioni a voto limitato), uno per ogni azione fino a un limite massimo, uno solo indipendentemente dal numero di azioni possedute, più di un voto per ogni azione oppure nessuno, e infine possono essere concessi diritti di voto “a scalare” (ossia attribuiti con una tecnica di proporzionalità regressiva).

Come scritto da Alvaro, Ciavarella, D’Eramo e Linciano (2014), nei paesi nord-europei si riscontra un maggior numero di società che decidono di adottare la struttura a doppia classe di azioni. In particolare, la dual class share trova molta popolarità in Svezia, dove il *Companies Act* svedese “sancisce il principio di proporzionalità, ma ammette deviazioni dallo stesso, prevedendo la possibilità di emettere su base statutaria differenti classi di azioni anche caratterizzate dal voto multiplo. [...] infatti, un’azione speciale può arrivare a pesare fino a dieci volte rispetto a un’azione ordinaria in termini di diritti di voto”³¹.

Come emerge nel documento “Report on the Proportionality Principle in the European Union” (2016), le azioni senza diritto di voto si possono dividere in *non-voting shares (without preference)* e *non-voting preference shares*: le prime non conferiscono diritti patrimoniali speciali, come ad esempio l’emissione di un dividendo preferenziale per compensare l’assenza di diritti di voto, le seconde invece prevedono un dividendo garantito o maggiore.

Come si può vedere in Figura 5, tutti i mercati borsistici dei Paesi presi in esame permettono la quotazione di strutture a doppia classe di azioni, dal momento che almeno una delle tre tipologie di azioni è consentita. In particolare, le azioni privilegiate senza diritto di voto erano consentite nell’81% dei casi, le azioni con voto multiplo nel 50% dei casi e le azioni senza diritto di voto senza preferenza nel 31% dei casi. Inoltre, le prime e le seconde erano effettivamente utilizzate nel 44% dei Paesi, mentre le terze nel 6% delle nazioni esaminate.

³¹ Alvaro S., Ciavarella A., D’Eramo D. e Linciano N. (2014), “La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo”, Quaderni giuridici Consob.

Country	Multi. voting right shares	Non voting shares	Non Voting pref. shares
BE	No	No	Yes
DE	No	No	Yes
DK	Yes	No	No
EE	No	No	Yes
FI	Yes	Yes	Yes
FR	Yes	Yes	Yes
GR	No	No	Yes
HU	Yes	No	Yes
IE	Yes	Yes	Yes
IT	No	Yes	Yes
LU	No	No	Yes
NL	Yes	No	No
PL	No	No	Yes
SE	Yes	No	No
SP	No	No	Yes
UK	Yes	Yes	Yes
AU	No	Yes	Yes
JP	Yes	Yes	Yes
USA	Yes	Yes	Yes

Figura 5: possibilità di emissione delle sopracitate classi di azioni.

[Fonte: Report on the

Proportionality Principle in the European Union (2016)].

to allow any new B Shares to be issued by a listed issuer (whether or not listing for such shares is to be sought on the Exchange or any other stock exchange) except: (1) in exceptional circumstances agreed with the Exchange. . .”³².

Jack Ma, all’epoca presidente esecutivo del colosso cinese, dal momento che voleva quotarsi con una struttura a doppia classe, si vide respinta la domanda di ammissione; è bene sottolineare come le cosiddette “*exceptional circumstances*” sopra citate, all’epoca, non erano ancora mai state ritenute valide dalla Borsa, chiudendo così le porte a chiunque si fosse cercato di appellare a tale termine.

2.2 Benefici

Come anticipato nel primo capitolo, una delle conseguenze dell’adozione di una struttura dual class share è il consolidamento del controllo interno, rendendo più difficile ad un ipotetico scalatore l’acquisizione della società.

In tali ordinamenti, la libertà di emettere classi di azioni differenziate deve essere accompagnata, però, dall’applicazione rigorosa di regole riguardo la trasparenza e dal riconoscimento di diritti alle minoranze, con l’adozione di quorum rafforzati per quanto riguarda determinate delibere assembleari.

Non tutti i Paesi, però, permettono la deviazione dal principio one share one vote. Degno di nota fu il caso della mancata quotazione di Alibaba nel 2014 nel mercato borsistico di Hong Kong (HKEX), il quale nelle sue regole di quotazione recita: “The share capital of a new applicant must not include shares of which the proposed voting power does not bear a reasonable relationship to the equity interest of such shares when fully paid (“B Shares”). The Exchange will not be prepared to list any new B Shares issued by a listed issuer nor

³² Hong Kong Stock Exchange Main Board Listing Rule 8.11. (<https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/811-0>)

Il primo beneficio che scaturisce da questa maggiore stabilità interna, come emerge nello studio di Howell (2010), “is that it potentially increases investment in organization specific human capital”³³. Ogni azienda ha una struttura organizzativa, delle routines, un insieme di risorse e opportunità di investimento che sono proprie della società stessa e diverse da quelle di tutte le altre; il manager, quindi, a causa di questa unicità, per performare ottimamente deve investire del tempo per entrare nel dettaglio e interiorizzare questi elementi di conoscenza tipici dell’impresa. Come riportato anche da Fischel (1987), “le competenze specifiche dell’azienda, a loro volta, rendono i manager che le acquisiscono più preziosi per la loro azienda specifica rispetto alle aziende in generale”³⁴. I manager saranno dunque incentivati ad acquisire questa conoscenza specifica se hanno una maggiore sicurezza di rimanere all’interno della società per un lungo periodo di tempo, in modo tale da ottenere successivamente un ritorno dal loro investimento. Attraverso una struttura a doppia classe di azioni, i manager sono in grado di rimanere al vertice della società con più stabilità e, pertanto, hanno maggiori incentivi nell’effettuare i necessari investimenti nel capitale umano specifico dell’organizzazione.

In linea con questa visione, Google quando si quotò in Borsa con questa struttura azionaria dichiarò: “we believe the stability afforded by the dual-class structure will enable us to retain our unique culture and continue to attract and retain talented people who are Google’s life blood. Our colleagues will be able to trust that they themselves and their labors of hard work, love and creativity will be well cared for by a company focused on stability and the long-term”³⁵. Da qui emerge proprio come la struttura a doppia classe di azioni possa permettere una maggiore stabilità, la quale consente di instillare più facilmente all’interno della propria organizzazione la propria cultura, di creare un ambiente ottimale e fare piani di investimento a lungo termine.

Il secondo beneficio derivante dall’uso di una struttura a doppia classe è la possibilità di ostacolare più efficacemente un’eventuale scalata da parte di soggetti non informati, la quale potrebbe generare elevati costi per la società. A causa della presenza di asimmetrie informative,

³³ Howell J.W., (2010), “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure”, A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree

³⁴ Fischel D. R. (1987), “Organized exchanges and the regulation of dual class common stock”, The University of Chicago Law Review.

³⁵ Howell J.W. (2010), “The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure”, A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree.

infatti, gli *insiders* hanno molte più informazioni riguardo ai progetti di investimento e alle performance aziendali rispetto agli *outsiders*. Quando soggetti poco informati tentano di rovesciare il controllo, il management è incentivato a prendere delle misure appropriate per inviare all'esterno segnali che comunichino la bontà delle loro decisioni finora intraprese. Come affermato da Fischel (1987), questi tentativi di *take over* potrebbero indurre il management a portare avanti i progetti più “visibili” piuttosto che quelli profittevoli, in modo tale da far aumentare il loro consenso nell'immediato. Essi, inoltre, potrebbero procedere ad effettuare cambiamenti per quanto riguarda le politiche di dividendo, aumentare i rapporti debito/equity e/o riacquistare azioni. Secondo questo studioso, quindi, nelle aziende con una struttura a doppia classe dove il controllo dei manager è più stabile e si è maggiormente al riparo da tentativi di acquisizione da parte di soggetti non informati, i costi che sarebbero dovuti essere sostenuti dal management per segnalare agli outsiders l'adeguatezza della loro conduzione societaria vengono a mancare, o comunque sono ridotti drasticamente.

L'esistenza di un mercato del controllo delle imprese, condizione necessaria affinché possa essere conclusa con successo una scalata, può d'altra parte creare eccessiva preoccupazione all'interno del management. Normalmente, colui che gestisce la società, non percependo il suo posto al sicuro, tende a comportarsi in maniera ottimale perseguendo obiettivi personali che però sono maggiormente allineati con quelli aziendali. Può succedere, però, che questa continua minaccia di acquisizione a cui la società è esposta, porti il manager a compiere azioni “miopi”.

Auletta (1986) affermò che “in such a climate [when takeovers are prelevant] companies often find their attention diverted to short term, defensive stances... peddling assets [and] reducing long term capital investments in order to stretch fourth quarter earnings”³⁶. Kuttner (1986) aggiunse che “takeover fears only intensify the obsession with the quarterly bottom line”³⁷. Come si può notare da queste dichiarazioni, la possibilità che venga effettuata una scalata non viene più vista come un fattore disciplinante, bensì come un qualcosa che devia le strategie dell'azienda su posizioni difensive di breve periodo, spostando l'attenzione del management soltanto sui risultati trimestrali. In linea con il pensiero di questi studiosi, Stein (1988) affermò che adottare una struttura dual class share permette di ridurre potenzialmente la

³⁶ Auletta K. (1986), “Greed and Glory on Wall Street: The Fall of the House of Lehman”, New York: Random House.

³⁷ Kuttner R. (1986), “The Truth about Corporate Raiders”, New Republic.

miopia manageriale, consentendo al management di agire nell'interesse aziendale e portare avanti progetti strategici di lungo termine.

Proprio per questo motivo, la struttura dual class share è adottata frequentemente dalle società che si focalizzano sullo sviluppo di innovazioni che difficilmente generano benefici nell'immediato, come quelle *high tech*. Degna di nota fu la lettera che i fondatori di Google scrissero ai loro azionisti, nella quale dichiaravano che “outside pressures [...] often tempt companies to sacrifice long-term opportunities to meet quarterly market expectations³⁸”. All'interno di tale documento veniva inoltre spiegato come Google avesse progettato la struttura aziendale in modo tale da proteggere la sua capacità di innovazione.

Un altro beneficio derivante dal principio dual class share è il potenziale incremento del premio di acquisizione. Come affermato da Howell (2010), quando un'azienda ad azionariato diffuso si trova in una situazione di negoziazione per il trasferimento del controllo, risulta essere molto difficile che gli azionisti riescano a fare fronte comune e tale incapacità pone gli stessi in una significativa posizione di svantaggio nelle trattative. Una società avente due classi di azioni, dove il potere di voto risulta essere maggiormente concentrato, permette a chi controlla l'azienda di avere un maggior potere contrattuale, riuscendo quindi ad ottenere un prezzo maggiore ed estrarre una parte più grande del surplus del rivale. Sulla stessa linea di pensiero si collocano Smart e Zutter (2003), i quali affermarono che quando si è in presenza di un controllo manageriale più forte, i cosiddetti *takeover premiums* sono maggiori; infatti, il potenziale acquirente è costretto a negoziare con il manager, il quale ha un potere negoziale più elevato, e a pagare sia per i *cash flow rights* sia per i *control rights*, arrivando così a sborsare un premio per l'acquisizione maggiore. Da un lato, quindi, la struttura dual class share tradizionalmente riduce il numero di transazioni atte a trasferire il controllo, dall'altro genera un aumento del prezzo pagato dall'acquirente.

Un altro vantaggio per chi gestisce l'azienda è quello di riuscire a raccogliere capitale dall'esterno mantenendo il controllo della società. Durante l'evoluzione di un'impresa, è possibile che il proprietario si trovi davanti ad opportunità di investimento che però non risulta essere in grado di finanziare, a causa magari della scarsa liquidità. In questi casi, come affermarono Jensen e Meckling (1976), se non è possibile ricorrere ancora al debito, il proprietario si trova di fronte ad un bivio: deve decidere se ricorrere all'*outside equity*, diluire la sua quota di proprietà e affrontare maggiori costi di agenzia, oppure limitare gli investimenti

³⁸ Page L. e Brin S. (2004), “Letter from the Founders”. Wall Street Journal.

futuri dell'azienda. Per il bene della società, i proprietari dovrebbero sacrificare il loro maggiore controllo in favore di un più massiccio ricorso all'equity esterno, in modo tale da finanziare le opportunità di investimento che si sono venute a creare. Tuttavia, in alcune aziende, specialmente in quelle a conduzione familiare, in quelle dov'è presente un *founder* oppure in quelle dove sono stati necessari ingenti investimenti in capitale umano specifico, il valore del controllo è così elevato che chi gestisce l'impresa non è disposto a fare questo sacrificio. In queste circostanze, come emerge dallo studio di DeAngelo e DeAngelo (1985), la struttura a doppia classe di azioni consente più facilmente al detentore del controllo di rimanere al comando e allo stesso tempo di raccogliere anche denaro, potendo così finanziare investimenti redditizi.

Infine, come affermato da Fischel (1987), le famiglie e gli azionisti che controllano un'azienda avente una struttura a doppia classe, riescono a mantenere il comando limitando la loro esposizione al "rischio specifico" (o "rischio diversificabile"). Questo è definito come "la parte di rischio, che può essere eliminata mediante la diversificazione, rappresentativa del rischio peculiare di una specifica impresa o dei diretti concorrenti"³⁹. Può essere nell'interesse del proprietario, quindi, ridurre la propria partecipazione nella compagnia, limitando i suoi investimenti e cercando capitale dall'esterno. Dal momento che anche gli investitori esterni possono eliminare tale rischio diversificando a loro volta il loro portafoglio, non è necessaria alcuna forma di compensazione nei loro confronti affinché sopportino tale rischio. Esso, quindi, non influenza i rendimenti attesi.

2.3 Costi

Sebbene la maggiore stabilità derivante dall'adozione di una struttura a doppia classe di azioni possa essere favorevole per gli azionisti, la separazione tra i diritti di voto e quelli patrimoniali che si viene a creare può causare grandi problemi.

Innanzitutto, è possibile che vengano a crearsi casi di *entrenchement* manageriale. Le prestazioni di un'impresa, valutabili dall'andamento complessivo del valore delle azioni, sono positivamente correlate all'efficienza gestionale, e quindi alla bontà delle azioni che vengono

³⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-specifico.html?lang=it>

portate a termine. Di conseguenza, se il management si comporta in maniera opportunistica gestendo l'impresa in maniera pessima, il prezzo delle azioni tenderà a calare; in questo scenario, soggetti esterni sono invogliati a scalare l'impresa dal momento che vedono la possibilità di ottenere elevati guadagni, sostituendo i manager attuali con un team maggiormente efficiente. Il mercato del controllo delle società risulta essere fondamentale in questa situazione poiché, come affermato da Howell (2010), "agisce come un monitor sul management e fornisce azioni disciplinari alle aziende costantemente sotto-performanti"⁴⁰. Se l'azienda target presenta, però, una struttura dual class share, chi gestisce la società riesce più facilmente a mantenere il controllo grazie alla proprietà di azioni con diritto di voto superiore, eludendo così la forza disciplinante del *Market for Corporate Control* e di altre forme di attivismo degli azionisti.

Un altro svantaggio delle strutture dual class share è che comportano l'aumento dei costi di agenzia. Quando si ha una netta separazione fra proprietà e controllo, ad esempio nelle imprese ad azionariato diffuso, si instaura una relazione principale-agente tra il management e gli azionisti. Maggiore risulta essere tale separazione, maggiore è il rischio che l'agente si comporti talvolta in maniera opportunistica, non agendo nell'interesse del principale. Ciò comporta maggiori costi di agenzia, suddivisibili secondo Jensen e Meckling (1976) in costi di *monitoring*, costi di *bonding* e perdita residua (riduzione del benessere dovuta alla divergenza di interessi tra azionisti e management). Con una struttura one share one vote, un azionista di maggioranza (assoluta o relativa) ha la stessa percentuale sia di diritti di voto sia di diritti patrimoniali. Egli, quindi, è in grado di incanalare le decisioni della società a suo piacimento, ma allo stesso tempo tenderà di farlo nella maniera più ottimale possibile dal momento che ha investito una notevole cifra. Al comando delle aziende con una struttura a doppia classe, essendoci azioni aventi diversi *voting* e *cash flow rights*, di solito c'è un azionista che ha la maggioranza dei diritti di voto ma che invece non detiene quella dei diritti patrimoniali. L'impresa viene quindi controllata da un soggetto che non ha investito una quota molto alta all'interno dell'impresa; ad esempio, se vi sono 1.000.000 di azioni con diritto di voto che valgono ciascuna X € e 1.000.000 di azioni senza diritto di voto che valgono Y €, per poter arrivare ad ottenere la maggioranza assoluta dei diritti di voto basterà spendere $(0,5 * 1.000.000 + 1) * X$, una cifra molto più bassa rispetto quella necessaria se ci fosse stata una struttura one

⁴⁰ Howell J.W. (2010), "The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure", A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree.

share one vote. Quindi, gli incentivi a comportarsi in maniera corretta risultano essere nettamente inferiori, mentre la probabilità che vengano utilizzate risorse aziendali per scopi personali è molto più elevata. Si rischia così che il principale azionista metta in atto pratiche atte ad espropriare gli azionisti di minoranza, tentando di estrarre i cosiddetti “benefici privati del controllo”. A tal proposito, Johnson, Magee, Nagarajan e Newman (1985) riportarono come, in seguito all’annuncio di morti improvvise del CEO, i prezzi delle azioni tendevano a salire. Questo si ipotizza sia dovuto al fatto che spesso gli amministratori delegati rimangono in carica anche quando dovrebbero andare in pensione, non facendosi sostituire da qualcuno che possa contribuire in maniera migliore alla massimizzazione del valore dell’azienda. Ciò succede, probabilmente, perché godono di vantaggi privati. In conclusione, nella loro panoramica sugli studi esistenti riguardanti la struttura dual class, Adams e Ferreira (2008), affermarono che “there is unequivocal evidence that votes are valuable. Other than this, there is some robust evidence that the protection of private benefits and the desire to keep control are reasons for choosing a dual-class structure”⁴¹. Con questa struttura, infatti, è più semplice mettere in atto comportamenti opportunistici per colui che è al comando della società: ad esempio, può attribuirsi compensi elevati e comprare beni di lusso riducendo il profitto per gli azionisti, può procedere con assunzioni non meritocratiche ma che gli comportano un vantaggio e può fondere l’impresa con un’altra società a prezzi svantaggiosi per gli azionisti di minoranza.

2.3.1 Tipologia di controllori e differenze di wedge

I costi derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo, dunque, è stato dimostrato che sono più elevati nelle società aventi una struttura dual class share, dal momento che vi è una maggiore separazione fra diritti di voto e quelli patrimoniali.

Secondo quanto scoperto da Gompers, Ishii e Metrick (2009) attraverso il loro studio, gli insiders detenevano in media il 60% dei diritti di voto e solo il 40% dei diritti ai flussi di cassa. In alcuni casi, però, tale divario risulta essere ancora maggiore: Google è un esempio lampante, dove tale differenza raggiunse circa il 40% (58,3% di diritti di voto, 18,3% di diritti ai flussi di cassa). Le società da loro analizzate prevedevano due classi di azioni, la prima che

⁴¹ Adams R. e Ferreira D. (2008), “One Share-one vote: the empirical evidence”, Review of Finance.

conferiva principalmente dieci voti per azione, la seconda ne conferiva uno solo; degno di nota è il fatto che l'85% dei diritti di voto degli insider proveniva dal possesso di azioni con voto multiplo, mentre solo il 15% derivava da quelle che conferivano un solo voto.

Il divario fra la percentuale dei diritti di voto e quella dei diritti patrimoniali, però, non è sempre uguale, bensì varia molto a seconda di chi è al comando della società. Nonostante la letteratura abbia principalmente trattato le società con una struttura dual class share come se fossero di un unico tipo, è possibile andare maggiormente nel dettaglio, analizzando come la natura del proprietario impatti sulla separazione fra le due tipologie di diritti finora studiate. Come affermato da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), coloro che controllano un'impresa possono essere raggruppati principalmente in sei categorie: fondatori, direttori o dirigenti, società madri o holdings, famiglie, venture capitalist e società/investitori private/i.

Come si può vedere in Figura 6, i fondatori sono la tipologia di controllori più ricorrente, e sono presenti in poco meno della metà delle IPO a doppia classe. Essi ci sono nel 4.3% di tutte le IPO, incluso sia quelle dual class share sia one share one vote. Al secondo posto ci sono le società madri o le holdings, precisamente nel 2,4% di tutte le IPO. Un caso interessante è quello dell'azienda Weider Nutrition International, la quale si quotò nel 1997. Il suo comando era affidato alla società madre, la Weider Health and Fitness, la quale possedeva tutte le azioni a voto maggiorato (dieci voti per azione), arrivando ad avere addirittura il 98% dei diritti di voto (contro il 67% dei diritti patrimoniali).

Le società possono poi essere controllate da società private nello 0,9% dei casi, da direttori o dirigenti che non combaciano con il fondatore nello 0,5% (come nel caso dell'azienda Skysat Communications Network, diventata pubblica nel 1994) e da venture capitalist o famiglie nello 0,4% circa. In alcuni casi, il venture capitalist può inoltre dividere il comando dell'impresa con il fondatore.

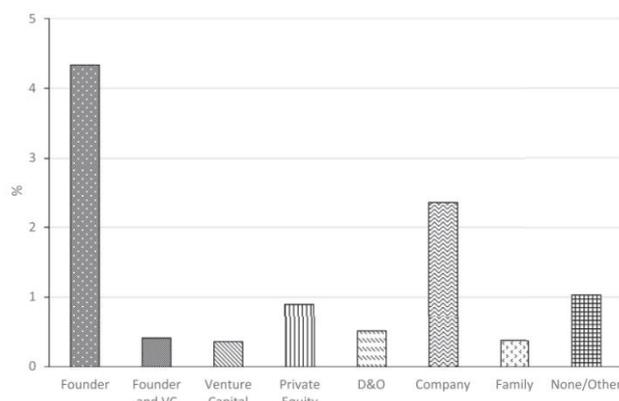


Figura 6: Percentuali di dual class IPO suddivise per la tipologia dei controllori. [Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

Ora, risulta essere interessante analizzare il divario che si viene a creare tra la percentuale dei diritti di voto e quella dei diritti patrimoniali possedute da ogni categoria di controllore. Bisogna sottolineare, però, che il divario per una delle categorie prima elencate può essere positivo anche se il controllore effettivo non appartiene a tale categoria. Ad esempio, il fondatore può avere un divario positivo anche se l'azienda è di fatto controllata da una società privata. In aggiunta, è stato calcolato anche il divario per gli azionisti "pubblici": con questo termine vengono identificati tutti gli azionisti che non hanno avuto relazioni contrattuali o commerciali con l'impresa. Questo valore generalmente è negativo dal momento che essi possiedono principalmente azioni senza diritto di voto, o comunque hanno diritti di voto inferiori a quelli economici. Come scritto da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), tale divario, quindi, rappresenta "a direct measure of the firm's agency costs, as it captures the extent to which public shareholders relinquish voting power to other agents"⁴².

Come mostrato in Figura 7, il divario è significativamente più grande per i fondatori rispetto a quello di tutti gli altri controllori: per i primi, infatti, tale differenza fra diritti di voto e patrimoniali si attesta a circa il 26,1%, mentre il divario medio considerando tutte le altre categorie escluso i fondatori è a pari al 14,1%. Più nel dettaglio, il divario medio se si prendono in esame le holdings o le società madri è di circa il 19%, è pari al 16% per i venture capitalist ed è solo di circa il 7,6% per le società/investitori private/i. Infine, se si prendono in esame gli investitori pubblici, tale differenza si attesta mediamente al -17,5% (in figura è mostrato il valore assoluto di tale divario), anche se tale valore può notevolmente salire quando al comando della società vi sono i *founders*.

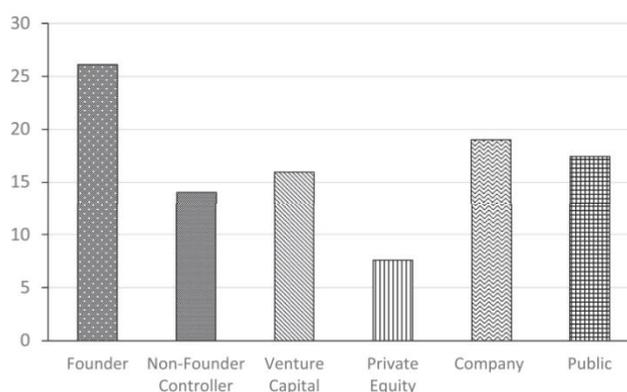


Figura 7: Wedge medio nelle dual class per ogni tipologia di controllore. È inoltre aggiunto il wedge medio degli investitori pubblici moltiplicato per -1 (il valore generalmente è negativo). [Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

⁴² Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y. V. e Litov L. P. (2022), "The rise of dual-class stock IPOs", Journal of Financial Economic.

2.4 Dual class recapitalizations

Le ricapitalizzazioni dual class permettono all'impresa avente una struttura one share one vote di creare una seconda classe di azioni che conferiscano al detentore nessun diritto di voto (oppure limitato). L'accadimento di questo evento può essere dettato da molteplici ragioni, positive per gli azionisti o negative, e per tale motivo molti studiosi si sono cimentati nello studiare questo fenomeno, arrivando a conclusioni molto differenti: per alcuni di loro, infatti, risultano essere eventi che creano ed aumentano il valore dell'impresa, per altri lo distruggono. Queste differenti opinioni sono dovute al fatto che, come si è potuto constatare precedentemente, la struttura dual class share presenta numerosi benefici, ma allo stesso tempo può essere utilizzata in maniera impropria da chi controlla la società.

Innanzitutto, secondo quanto emerge nell'opera di Lehn, Netter e Poulsen (1990), le dual class recapitalizations possono essere un ottimo strumento per le aziende che hanno grandi opportunità di crescita futura. Com'è ben noto, esistono delle asimmetrie informative tra gli insider e gli outsider, i quali possono non essere a conoscenza di determinate informazioni dell'impresa. Questa asimmetria, talvolta, si può tradurre in un prezzo delle azioni che non riflette correttamente le buone notizie in arrivo derivanti dalle opportunità di investimento e crescita. D'altra parte, però, potrebbero esserci dei soggetti meglio informati che potrebbero approfittare di tale situazione, scalare la società ed acquisirla ad un prezzo più basso del dovuto. Se però l'azienda è quotata con una struttura a doppia classe, chi è al comando può proteggere più facilmente gli azionisti da questo potenziale danno, dal momento che è più difficile scalare la società. In questo caso, quindi, la creazione di una seconda classe di azioni viene vista come una forma di protezione verso la società e gli azionisti, e quindi crea valore per l'impresa.

Nonostante le evidenze empiriche dimostrano che le ricapitalizzazioni dual class permettano alla società di crescere più velocemente, Roll (1986) affermò come tale conclusione non implichi necessariamente il fatto che tali eventi sono del tutto positivi; crescita ed *entrenchement* manageriale non sono necessariamente inconciliabili, poiché “growth can be undertaken for hubris or empire building in which case growth would be harmful for current shareholders”⁴³.

Secondo quanto riportato da Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983), i manager fortemente radicati all'interno della società tendono a perseguire maggiormente obiettivi personali, che

⁴³ Roll R. (1986), “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, Journal of Business.

spesso si discostano da quelli di tutti gli altri azionisti. Creando una nuova classe di azioni con diritti di voto inferiori, gli interessi fra manager ed azionisti si disallineeranno maggiormente, e i primi saranno più propensi ad estrarre benefici privati e ad utilizzare le risorse aziendali in maniera inefficiente.

A sostegno della tesi che le ricapitalizzazioni dual class distruggano valore, vi è l'idea che i manager creino una nuova classe di azioni in modo tale da consolidare la loro posizione all'interno dell'impresa e ostacolare potenziali *take-over*. Questo evento viene quindi assimilato ad una misura di protezione da una scalata. Tuttavia, Comment e Schwert (1995) affermarono che “control share laws and business combination laws have not systematically deterred takeovers”⁴⁴, esprimendo la loro perplessità riguardo l'utilizzo di tale struttura azionaria (e non solo) da parte dei manager come mezzo principale e sistematico per consolidare la propria posizione.

Nell'opera di De Angelo e De Angelo (1985) emerge chiaramente come le società dove vi è un gruppo molto ristretto di azionisti al comando (di solito una famiglia), sono le più propense a quotarsi con una struttura dual class. Una conferma la si può trovare nello studio di Dimitrov e Jain (2006), i quali constatarono che il più grande azionista, in media, deteneva il 39.44% delle azioni prima della ricapitalizzazione a doppia classe, confermando l'idea che le società dove il potere è maggiormente concentrato tendono ad adottare questa struttura azionaria. Nel corso del tempo sono state fatte numerose discussioni riguardo gli aspetti positivi e negativi di una ricapitalizzazione dual class, analizzando che da un lato potevano essere strumenti messi in atto dal manager per “ancorarsi” alla società, ma dall'altro potevano essere uno strumento per ottenere un maggiore potere negoziale e contrattare i termini della vendita della società in maniera migliore. In linea con quest'ultimo pensiero vi sono Smart e Zutter (2003), i quali affermarono nel loro studio la potenziale efficacia di tale strategia dal momento che le aziende oggetto di acquisizione aventi strutture a doppia classe ricevono premi più elevati. Sempre riferito a tale argomento, Burkart, Gromb e Panunzi (1998) aggiunsero che la struttura dual class aumenta la competizione fra i *bidders* per il controllo dell'impresa, facendo aumentare i prezzi delle offerte e il numero di azioni offerte.

Dallo studio di Bauguess, Slovin e Sushka (2012) emerge come le società che avevano creato una seconda classe di azioni aventi diritto di voto inferiore, registravano performance

⁴⁴ Comment R. e Schwert G.W. (1995), “Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, *Journal of Financial Economics*.

complessivamente superiori rispetto a quelle delle società single-class operanti nello stesso settore. Secondo i due studiosi, questo è dovuto alla maggiore possibilità di diversificazione degli investimenti da parte del maggiore azionista; quest'ultimo se dovesse impiegare tutta la sua liquidità all'interno dell'azienda, non sarebbe in grado di diversificare gli investimenti e quindi andrebbe incontro ad un rischio notevolmente maggiore. In questo caso, quindi, egli sarà incentivato (oppure indurrà gli amministratori) a ripartire il rischio su tanti progetti diversi, magari anche lontani dal *core business* dell'impresa, in modo tale da non incorrere in eccessive perdite. Tuttavia, così facendo la società potrebbe comportarsi in maniera miope e rinunciare a grandi opportunità atte a perseguire l'oggetto sociale perché considerate troppo rischiose, anche se potenzialmente molto profittevoli. Quindi, le dual class recapitalizations permettono al manager di ottenere finanziamenti dall'esterno pur mantenendo il controllo dell'impresa, di disinvestire nei settori considerati marginali, di consolidare le attività core della società e di assumersi maggiori rischi che potenzialmente garantiscono profitti più elevati.

Un altro modo per valutare la bontà delle ricapitalizzazioni a doppia classe può essere l'analisi delle performance operative successive a tale avvenimento: se sono dovute a motivi di *entrenchment*, la qualità dei progetti e le performance operative tenderanno a deteriorarsi, altrimenti si prospetterà un miglioramento delle prestazioni. Studi precedenti, però, hanno prodotto risultati contrastanti; ad esempio, Mikkelson e Partch (1994) trovarono che i flussi di cassa operativi, calcolati come percentuale degli asset, peggioravano a seguito delle ricapitalizzazioni, mentre dallo studio di Lehn, Netter e Poulsen (1990) emerge che i margini di profitto miglioravano. Questi ultimi studiosi, oltre a osservare la crescita delle vendite, del totale dell'attivo e degli utili operativi, notarono una frequenza fuori dalla norma di nuove emissioni di capitale (SEO) successivamente alla ricapitalizzazione. Essi ipotizzarono che un eventuale impatto negativo sul prezzo delle azioni che gli annunci di ricapitalizzazione potevano avere, non erano dovuti all'evento in sé bensì proprio all'aspettativa futura di nuove emissioni di capitale. Come spiegato anche da Loughran e Ritter (1995), le *Secondary Equity Offerings* sono generalmente seguite da abnormal returns negativi.

Un altro argomento molto dibattuto è stato quello dell'effetto dell'annuncio di tali ricapitalizzazioni sul mercato. Partch (1987), analizzando un campione di 44 dual class recapitalizations negli Stati Uniti nel periodo 1962-1984, trovò che, in media, l'annuncio di queste ricapitalizzazioni era associato ad abnormal returns non negativi delle azioni. Secondo tale studio, quindi, la creazione di una seconda classe di azioni aventi diritto di voto inferiore

non danneggia gli azionisti della società. Jarrell e Poulsen (1988), una volta analizzato un campione di 94 aziende, in seguito all'annuncio delle ricapitalizzazioni a doppia classe constatarono la presenza di abnormal returns negativi significativi pari al 0,82%. Tuttavia, questo effetto è influenzato dal fatto che, nei primi anni del loro studio, la NYSE non ammetteva la quotazione delle aziende che si discostavano dalla struttura one share one vote, mentre negli ultimi anni tale divieto fu eliminato. Essi suggerirono che alcune imprese, prima dell'annullamento del divieto della NYSE, decisero di non adottare la dual class share poiché temevano l'esclusione dal mercato borsistico e successivamente, per tali imprese, la ricapitalizzazione è stata vista dal mercato negativamente. Successivamente anche gli studiosi Cornett e Vetsuypens (1989) analizzarono tale fenomeno, studiando un campione di aziende molto simile a quelli di Partch (1987) e Jarrell e Poulsen (1988). Essi, a differenza degli altri studi precedenti, notarono abnormal returns positivi, pari allo 0,88%. Infine, anche Dimitrov e Jain (2006) studiarono questo fenomeno negli Stati Uniti e, prendendo un campione molto più recente e ampio costituito da 178 dual class recapitalizations, costatarono anch'essi la quasi nullità (0,06%) degli abnormal returns subito dopo l'annuncio della ricapitalizzazione. Rispetto al passato, però, essi calcolarono anche il valore di questi in un periodo che arrivava fino a quattro anni dopo tale annuncio: in questo caso, trovarono abnormal returns significativi positivi pari addirittura al 23,11%. In Canada, questo evento fu studiato principalmente da Jog e Riding (1986) e da Maynes (1992): i primi, analizzando un campione di 33 società canadesi, non trovarono riscontro del fatto che l'annuncio della ricapitalizzazione dual class era associato ad abnormal returns negativi, mentre il secondo, studiando un campione di 54 aziende, trovò che l'impatto iniziale di tali cambiamenti di struttura sui prezzi delle azioni era negativo.

2.4.1 Evidenze empiriche

Interessante da analizzare è lo studio condotto da Dimitrov e Jain (2006), i quali valutarono le caratteristiche e le performance di un campione di 178 imprese negli Stati Uniti, nel periodo che andava dal 1979 al 1998.

Prima di iniziare è necessario fare una premessa: in questo paragrafo, la parola "competitors" ha un significato ben preciso; come scritto da loro stessi, "competitors are defined as the firms that have the same two-digit SIC code with assets between 70% and 130%

of the assets of the sample firms at the end of the fiscal year ending closest in time and prior to the announcement date of the recapitalization”⁴⁵.

Innanzitutto, per validare o confutare studi del passato riguardo la maggiore predisposizione delle società aventi grandi opportunità di crescita ad utilizzare le ricapitalizzazioni dual class come strumento per crescere più in fretta, Dimitrov e Jain studiarono vari indicatori di performance.

Come si può notare in Figura 8, la mediana dei valori riguardanti il *total assets* è pari a 124,2 milioni di dollari, mentre il rapporto book-to-market⁴⁶ risulta essere pari a 0,5378, dato significativamente inferiore rispetto al valore che contraddistingue i competitors. Considerando i tre anni precedenti alla ricapitalizzazione, è emerso che le società che hanno creato una seconda classe di azioni presentavano un valore mediano del tasso di crescita dell’utile operativo pari al 41,36%, significativamente superiore del 31,58% tipico dei competitors. Nonostante solo questi dati presentano delle differenze che risultano essere statisticamente significative, è stato rilevato anche un tasso di crescita delle vendite leggermente più alto, così come un ROA (*Return on Assets*) migliore (15,03% contro il 13,95% dei competitors). Per quanto riguarda il livello di indebitamento, esso risulta essere pressoché uguale.

Variable	Observations	Sample Firms	Competitors	Difference
Total Assets (in \$MM)	163	124.2	121.3	2.8540
Book-to-Market	163	0.5378	0.6057	-0.0679 ^b
Past Growth in Sales	142	0.4061	0.3598	0.0463
Past Growth in Assets	143	0.4311	0.3758	0.0553
Past Growth in Oper. Income	138	0.4136	0.3158	0.0978 ^b
ROA	161	0.1503	0.1395	0.0108
Debt/Assets	160	0.2640	0.2534	0.0106

Figura 8: Confronto fra le caratteristiche delle società dual class prima della ricapitalizzazione e quelle dei competitors. a, b, c indicano una differenza statisticamente significativa rispettivamente al livello dell’1%, 5% e 10%. [Fonte: Dimitrov e Jain (2006)].

⁴⁵ Dimitrov V. e Jain P. J. (2006), “Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns”, *Journal of Corporate Finance*.

⁴⁶ Il rapporto book-to-market confronta il valore contabile di un'azienda con il suo valore di mercato. Il valore contabile rappresenta il valore degli asset meno il valore delle passività. Il valore di mercato di un'azienda è il prezzo di mercato di una delle sue azioni moltiplicato per il numero di azioni in circolazione. Se il valore di mercato di un'azienda è superiore al valore contabile per azione, la società viene considerata sopravvalutata. Se il valore contabile è superiore al valore di mercato, gli analisti ritengono che l'azienda sia sottovalutata. Il rapporto tra valore contabile e valore di mercato viene utilizzato per confrontare il valore netto o il valore contabile di un'azienda con il suo valore attuale o di mercato. (<https://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp>)

Dimitrov e Jain, una volta calcolati questi indicatori, si accodarono all'opinione di Lehn, Netter e Poulsen (1990) precedentemente spiegata; i dati trovati, infatti, suggeriscono che le società più propense a creare una doppia classe di azioni sono quelle relativamente piccole ma che allo stesso tempo presentano maggiori opportunità di crescita, e intravedono nella ricapitalizzazione dual class un ottimo strumento per raccogliere capitale mantenendo il controllo e per crescere più in fretta.

Al tempo della ricapitalizzazione, inoltre, tali società non risultano essere meno redditizie dei competitors. Come si è potuto notare, infatti, la differenza del valore mediano del ROA è pari all'1,08% e non risulta essere statisticamente significativa. I due studiosi, d'altra parte, calcolarono anche il ROE (*Return on Equity*): nell'anno precedente la ricapitalizzazione, le imprese che poi avrebbero modificato la loro struttura azionaria avevano un ROE del 14,28%, superiore all'11,22% dei competitors. Tale differenza, pari al 2,86%, è risultata essere statisticamente significativa. Andando avanti negli anni, però, quest'ultima si assottiglia sempre più, diventando non più significativa dopo due anni dalla ricapitalizzazione. I loro studi si sono fermati nel calcolare le performance delle aziende fino a quattro anni dopo tale evento: in questo lasso tempo, si può affermare che entrambe le misure di redditività suggeriscono che non ci sia essenzialmente alcuna differenza tra le performance operative delle aziende a doppia classe e quelle dei loro concorrenti.

Per quanto riguarda la concentrazione della proprietà, Dimitrov e Jain (2006) valutarono la percentuale delle azioni detenute dal maggiore azionista prima della ricapitalizzazione a doppia classe, confrontandola con le percentuali dei diritti di voto e di quelli patrimoniali detenute dal medesimo successivamente a tale evento. Egli, in media, possedeva il 39,44% (mediana del 39,05%) delle azioni in circolazione prima della ricapitalizzazione; conseguentemente a tale evento, invece, la percentuale media dei suoi *voting rights* saliva al 49,90% (mediana del 50,00%), mentre quella dei *cash flow rights* scendeva al 34,80% (mediana del 34,22%). Si può notare, quindi, come i maggiori azionisti riescano in seguito a tale evento a consolidare il loro potere all'interno della società senza la necessità di investire ulteriormente nell'impresa. Da qui scaturiscono le principali tesi a favore della teoria di *entrenchment* manageriale precedentemente elencate. Tuttavia, i due autori sottolinearono come la diminuzione dei diritti patrimoniali del maggiore azionista (pari al 4,64%) risultava essere significativamente diversa dalla percentuale delle azioni vendute dallo stesso (media -1,92%, mediana 1,22%) calcolata da loro due. Pertanto, tale decremento della percentuale dei *cash flow*

rights fu ritenuto maggiormente attribuibile ai cambiamenti del tipo e del numero di azioni in circolazione, piuttosto che alla vendita massiccia di azioni da parte loro.

Complessivamente, se da un lato l'aumento significativo del potere di voto in relazione ad un decremento dei diritti patrimoniali viene visto con sospetto e negatività, dall'altro Dimitrov e Jain (2006) affermarono che, data l'elevata concentrazione della proprietà ancor prima di ricorrere alla ricapitalizzazione dual class e la non evidenza sistematica del fatto che i maggiori azionisti provvedessero a vendere un elevato numero delle loro azioni, era difficile pensare che il consolidamento del potere fosse il principale ed unico motivo per cui si fosse portata a termine questa trasformazione della struttura azionaria.

Un altro dato interessante da analizzare è quello degli abnormal returns successivi all'annuncio della decisione di effettuare una ricapitalizzazione dual class. Come detto precedentemente, Partch (1987), Jarrell and Poulsen (1988) e Cornett e Vetsuypens (1989) tentarono di calcolarli ma non arrivarono ad una conclusione univoca; in un'ottica di brevissimo periodo, il valore di tali rendimenti variava tra -0,82% e 1,20%. Dallo studio di Dimitrov e Jain (2006), questo andamento risulta confermato: essi, infatti, trovarono che il rendimento "anomalo" medio per il loro campione era pari a 0,06%. Considerando un orizzonte temporale di tre giorni (dal giorno prima della ricapitalizzazione al giorno dopo), gli abnormal returns sono praticamente nulli, facendo pensare che tali eventi non influenzino il mercato e il prezzo delle azioni. I due studiosi, però, non fermarono la loro analisi a questo punto; essi pensarono che, essendo tali eventi molto significativi ma poco frequenti, per capire la loro significatività si sarebbe dovuto aumentare l'orizzonte temporale, facendo quindi un'analisi più di lungo termine. Considerando un periodo che andava da 3 giorni prima dell'evento fino a 3 giorni dopo, l'abnormal return medio saliva velocemente all'1,09%, dato stavolta statisticamente significativo. In questo scenario, il mercato azionario, in media, sembra considerare gli annunci di ricapitalizzazione a classe doppia in maniera moderatamente positiva. Utilizzando il metodo statistico proposto da Lyon, Barber and Tsai (1999), essi valutarono infine i cosiddetti *long-run buy-and-hold returns* (o rendimenti a lungo termine). Considerando un periodo pari a 1 anno dal momento dell'annuncio della ricapitalizzazione, le imprese che avevano creato una seconda classe di azioni sovraperformavano rispetto a quelle del campione di controllo, ottenendo rendimenti maggiori del 5,39%. Estendendo l'orizzonte temporale a 4 anni, invece, gli abnormal returns cumulati raggiungevano il 23,11%.

Essendo tali rendimenti statisticamente significativi e positivi, sembrerebbe che il mercato, nel lungo periodo, riesca a percepire l'importanza per cui vengono portate a termine tali trasformazioni; dal momento che le azioni di queste società tendono ad avere rendimenti maggiormente positivi, aumenta di valore la tesi secondo cui le ricapitalizzazioni dual class siano eventi che creano valore per gli azionisti.

La presenza di rendimenti positivi a lungo termine, si ipotizzava che fosse associata alle prestazioni di tali società dopo la ricapitalizzazione. Dimitrov e Jain (2006) andarono quindi ad analizzare i tassi di crescita delle vendite, degli asset e dell'utile operativo di tali aziende e li confrontarono con quelli dei competitors.

Partendo dal valutare il tasso di crescita delle vendite e considerando un periodo di 4 anni successivi alla ricapitalizzazione, i due studiosi riscontrarono che il valore mediano era pari al 72,55%, dato significativamente superiore al 51,49%, tipico dei competitors. I risultati per quanto riguarda il tasso di crescita dell'utile operativo sono del tutto simili, attestandosi ad un valore pari al 72,08% per il campione da loro valutato e al 50,01% per i competitors. Per quanto riguarda il tasso di crescita degli asset, esso risulta essere estremamente elevato per le società che hanno creato una seconda classe di azioni, pari al 93,06%, mentre è uguale al 47,69% per gli altri. È bene sottolineare come le differenze dei dati fra i due gruppi siano tutte statisticamente significative.

Successivamente Dimitrov e Jain (2006) analizzarono la frequenza e l'entità delle emissioni di capitale delle aziende negli anni che circondavano gli annunci di ricapitalizzazione. Considerando un orizzonte temporale antecedente a tale evento pari a due anni, il 7,87% delle aziende che poi avrebbero trasformato la loro struttura azionaria aveva emesso nuove azioni, contro l'8,59% dei competitors. Osservando il periodo post ricapitalizzazione, invece, la percentuale di imprese che fanno un aumento di capitale aumenta vertiginosamente, attestandosi al 31,46% dopo 2 anni e al 40,45% dopo 4 anni. Per quanto riguarda i competitor, tali percentuali sono nettamente inferiori e sono uguali rispettivamente al 5,82% e 8,81%. In linea con quanto emerge nello studio di Lehn, Netter e Poulsen (1990), la ricapitalizzazione a doppia classe può essere sovente un segnale che indica la possibilità per l'azienda di perseguire importanti opportunità di investimento, le quali necessitano di molto capitale per poter essere finanziate; in media, la frequenza di emissioni di capitale successive a tale evento e il tasso di crescita aumentano drasticamente, ma allo stesso tempo il maggiore azionista continua a mantenere il controllo.

Infine, i due studiosi trovarono un legame diretto tra l'emissione di nuove azioni dopo la ricapitalizzazione e la crescita dell'azienda. Come si può notare dalla Figura 9, essi calcolarono il tasso di crescita dell'utile operativo, dividendo le società che a seguito della ricapitalizzazione avevano emesso nuovamente delle azioni (Panel A) da quelle che non lo avevano fatto (Panel B). Il tasso di crescita mediano dell'utile operativo dopo 4 anni per le aziende che emettono capitale a seguito della ricapitalizzazione a classi doppie è del 130,46%, per i competitor è pari al 50,01%, mentre per le società che non emettono nuovo capitale a seguito della ricapitalizzazione dual class è uguale solo al 38,06%. Come si può vedere, vi è una differenza enorme fra le aziende dual class che decidono di ricorrere nuovamente al capitale e quelle che non lo fanno. Le prime, probabilmente, erano quelle che perseguivano maggiormente obiettivi di crescita, mentre le seconde non ne hanno una significativamente diversa da quella dei competitor.

Panel A: Sample Firms with Equity Issues

Yearly Period	Observations	Sample Firms	Competitors	Difference
-1 to 0	63	0.3106	0.1217	0.1888 ^a
-1 to 1	60	0.6517	0.2175	0.4342 ^a
-1 to 2	57	0.7887	0.2734	0.5154 ^a
-1 to 3	55	1.1258	0.3243	0.8016 ^a
-1 to 4	53	1.3046	0.5001	0.8045 ^a

Panel B: Sample Firms without Equity Issues

Yearly Period	Observations	Sample Firms	Competitors	Difference
-1 to 0	90	0.0671	0.0893	-0.0222
-1 to 1	88	0.1742	0.2536	-0.0794
-1 to 2	80	0.2194	0.3607	-0.1413
-1 to 3	75	0.4129	0.4467	-0.0338
-1 to 4	72	0.3806	0.4817	-0.1011

Figura 9: Nel Panel A vi è il confronto tra il tasso di crescita dell'utile operativo fra le società dual class che hanno emesso ulteriori azioni dopo la ricapitalizzazione e i competitor, in un orizzonte temporale che va da un anno prima della ricapitalizzazione a quattro anni dopo. Nello stesso arco temporale, nel Panel B vi è il confronto tra il tasso di crescita dell'utile operativo fra le società dual class che non hanno emesso ulteriori azioni dopo la ricapitalizzazione e i competitor. a, b, c indicano una differenza statisticamente significativa rispettivamente al livello dell'1%, 5% e 10%. [Fonte: Dimitrov e Jain (2006)].

Infine, risulta essere interessante anche valutare gli abnormal returns precedentemente calcolati, dividendo le imprese in base a se hanno fatto ricorso a nuovi finanziamenti di capitale dopo la ricapitalizzazione o meno. Come si può vedere in Figura 10, il Panel A riporta i rendimenti a lungo termine delle aziende a doppia classe che emettono azioni durante il periodo di quattro anni successivo alla ricapitalizzazione, il Panel B mostra quelli delle imprese che non lo fanno. Nel primo caso si può notare come il rendimento di tali società raggiunge il 91,23%, nettamente superiore al 38,62% dei competitors. Nel secondo caso, invece, le aziende che mettono in atto ricapitalizzazioni dual class ma che non emettono successivamente nuove azioni presentano un rendimento del 50,56%, contro il 47,57% dei competitors. Gli abnormal returns che si riscontrano sul mercato dopo l'annuncio di una ricapitalizzazione dual class sono estremamente legati all'emissione successiva di nuove azioni: se precedentemente era stato calcolato un valore medio del 23,11% dopo 4 anni la ricapitalizzazione, adesso si può notare come questo valore sia estremamente dovuto alle imprese che ricorrono alle *Secondary Equity Offerings*, dal momento che per queste gli abnormal returns si attestano sul 52,61%, mentre per le altre al 2,99%.

Panel A: Sample Firms with Equity Offerings

Monthly Period	Observations	Sample Firms	Matching Firms	Abnormal Return	<i>p</i> -value
1 to 12	72	0.2567	0.1254	0.1313	0.018
1 to 24	72	0.4432	0.2122	0.2311	0.022
1 to 36	72	0.6261	0.2925	0.3337	0.004
1 to 48	72	0.9123	0.3862	0.5261	0.008

Panel B: Sample Firms without Equity Offerings

Monthly Period	Observations	Sample Firms	Matching Firms	Abnormal Return	<i>p</i> -value
1 to 12	106	0.0814	0.0819	-0.0005	0.501
1 to 24	106	0.2795	0.2061	0.0734	0.164
1 to 36	106	0.4133	0.3797	0.0335	0.362
1 to 48	106	0.5056	0.4757	0.0299	0.356

Figura 10: Nel Panel A sono confrontati i rendimenti a lungo termine delle aziende a doppia classe che emettono azioni durante il periodo di quattro anni successivo alla ricapitalizzazione con quelli dei competitors. Nello stesso arco temporale, nel Panel A sono confrontati i rendimenti a lungo termine delle aziende a doppia classe che non emettono azioni con quelli dei competitors. [Fonte: Dimitrov e Jain (2006)].

Complessivamente, i risultati ottenuti sono coerenti con l'ipotesi che una ricapitalizzazione dual class sia uno strumento che consente al grande azionista/manager di finanziare nuovi progetti senza perdere il controllo dell'impresa. L'azienda, generalmente, emette nuove azioni quando intravede delle grandi opportunità di investimento, in modo tale da crescere molto in fretta. Se poi queste occasioni di crescita effettivamente si concretizzano, l'azienda riesce a quasi duplicare il suo valore nell'arco di 4 anni, altrimenti se non si materializzano la società, mediamente, cresce ma in maniera molto più limitata. L'emissione di nuove azioni successivamente alla ricapitalizzazione, dunque, risulta essere estremamente positiva per gli azionisti ed aumentano il valore della società.

In ultima analisi, dato che questi risultati positivi sono principalmente dettati dalle alte aspettative nelle opportunità di investimento della società, risulta essere interessante come l'annuncio di una ricapitalizzazione impatti sul mercato se a farlo è un'azienda relativamente giovane oppure se è una già in fase di maturità. Come si può notare dallo studio di Hyunseob e Roni (2019), i risultati da loro trovati indicano che il mercato reagisce positivamente all'annuncio di ricapitalizzazione a doppia classe di una società giovane, gli azionisti ne giovano da tale cambiamento di struttura azionaria e il valore della società aumenta. Tuttavia, quando passarono ad analizzare le aziende più mature, notarono che gli abnormal returns cumulati erano decisamente inferiori rispetto a quelli delle imprese più giovani.

In conclusione, si può affermare come, mediamente, la ricapitalizzazione dual class non viene vista negativamente dal mercato; anzi, i rendimenti nei successivi 4 anni risultano essere molto positivi e sono principalmente dettati dal fatto che l'azienda possa subire una forte crescita che permetta di creare valore per gli azionisti. D'altro canto, è stato dimostrato come la reazione del mercato alle ricapitalizzazioni a doppia classe varia a seconda della maturità dell'azienda; ciò è coerente con l'idea secondo cui più un'azienda diventa matura, più il tasso di crescita diminuisce e più c'è il rischio che tale evento sia utilizzato dal manager come uno strumento per estrarre maggiori benefici privati.

2.5 Dual class giovani vs mature

Ora, per continuare l'analisi di questa tipologia di struttura azionaria, è bene suddividere e confrontare fra di loro le imprese giovani⁴⁷ da quelle più mature, in modo tale da valutare gli aspetti positivi e negativi lungo tutto il ciclo di vita della società.

Come già detto precedentemente, un grande problema di una struttura dual class share è che il manager/l'azionista di maggioranza possa estrarre elevati benefici privati alle spese degli azionisti di minoranza. Allora, risulta molto interessante andare a calcolare il cosiddetto *voting premium*⁴⁸, misura plausibile dei benefici privati attesi dal controllo. Hyunseob e Roni (2019), analizzando un campione di aziende dal 1971 al 2015, calcolarono la media e la deviazione standard dei premi di voto, i cui valori erano rispettivamente pari al 4,16% e 12,82%. Successivamente trovarono che il *voting premium* fosse legato alla maturità dell'impresa; infatti, nelle aziende mature era, in media, superiore del 3,79% rispetto a quello nelle imprese giovani, dato estremamente significativo se messo in relazione al premio di voto medio. Infine, altro risultato degno di nota del loro studio è che il premio di voto era negativamente associato al tasso di crescita delle vendite.

Per quanto concerne le performance, evidenze empiriche mostrano come le società giovani a doppia classe di azioni presentano margini operativi più elevati rispetto alle loro controparti a classe singola; tuttavia, man mano che maturano la situazione si inverte: i margini delle imprese single class si deteriorano molto più lentamente nel tempo rispetto a quelli delle aziende dual class. Per quanto riguarda la rotazione degli asset, la quale può essere presa come una misura dell'efficienza del capitale, risulta attestarsi a valori simili sia mettendo a paragone le dual class con le single class sia confrontando le dual class giovani con quelle mature. Infine, può essere analizzata la produttività del lavoro. Se si prendono in esame le società giovani, da un lato le single class e dall'altro le dual class, non si constatano differenze statisticamente significative. Tuttavia, tale produttività diminuisce in maniera più drastica pian piano che la società dual class matura. Complessivamente, risulta essere chiaro come le performance operative di una società con una struttura a doppia classe di azioni si deteriorano in quantità

⁴⁷ In questo paragrafo, con il termine giovane viene indicata una società avente al massimo 11 anni. Con il termine matura, invece, si intende un'azienda di 12 anni o più.

⁴⁸ La differenza di valore tra un titolo con diritti di natura anche amministrativa (l'azione ordinaria) e un titolo con diritti esclusivamente finanziari (l'azione risparmio), emessi da una medesima società, misura il valore attribuito alla facoltà di esercizio del diritto di voto (*voting premium*).

maggior rispetto a quelle delle aziende single class, portando ad una maggior svalutazione dell'impresa e ad un aumento dei costi d'agenzia.

Dal loro studio, quindi, emerge che i manager delle aziende giovani tendono ad estrarre meno benefici privati poiché sono incentivati a massimizzare il valore dell'azienda; essi, infatti, possono trarre molti più guadagni dalla crescita della società piuttosto che da un consumo attuale di benefici privati. Con il passare del tempo le performance aziendali si deteriorano, il tasso di crescita dell'impresa diminuisce, ci sono meno opportunità di investimento e il rischio che vengano messi in atto dei comportamenti opportunistici da parte del management diventa più elevato. Per evidenziare la maggior staticità e le minori opportunità di crescita, i due autori dimostrarono come il tasso di innovazione per le aziende dual class diminuisce verso la fine del loro ciclo di vita maggiormente rispetto a quello delle società single class: il numero di brevetti prodotti dalle prime quando sono giunte in una fase di maturità diminuisce del 27% in più rispetto a quello che contraddistingue le seconde. In aggiunta, con il passare degli anni, i brevetti che vengono depositati dalle società dual class perdono maggiormente efficacia e qualità rispetto a quelli delle imprese single class (impatto inferiore del 23,3%).

Come accennato precedentemente, è possibile che i manager, quando messi sotto pressione, puntino maggiormente a fare profitti nel breve termine piuttosto che portare avanti progetti di lungo periodo potenzialmente anche più profittevoli. Secondo Stein (1988), questa deviazione dai comportamenti ottimali è tanto più grande quanto è maggiore l'asimmetria informativa tra gli insider e gli outsider riguardo i possibili investimenti. Questa maggior asimmetria è presente in maniera più considerevole nelle imprese giovani, le quali possono quindi decidere di adottare una struttura dual class per ottenere una maggior protezione dalla pressione dei mercati finanziari, la quale induce nel management un'ossessione per i risultati di breve periodo. Con il passare degli anni, però, tale protezione diventa meno necessaria e vantaggiosa, il tasso di crescita diminuisce e l'asimmetria informativa tra management ed azionisti esterni si assottiglia sempre più. Pertanto, il principale beneficio della struttura dual class, ovvero la protezione dei manager che permetteva loro di investire nei progetti ad alto valore per l'azienda, diminuisce nel tempo; per questo motivo il mercato tende a valutare molto più negativamente un evento come la dual class recapitalization se portato a termine da un'azienda matura: un'ipotesi di *entrenchment* manageriale sembra molto più probabile. La diminuzione dei benefici tipici di una struttura dual class nel corso degli anni rende più chiaro

il motivo per cui generalmente la valutazione delle aziende con una struttura azionaria a doppia classe diminuisce in maniera molto più considerevole rispetto a quella delle società single class.

Le imprese dual class, man mano che maturano, sono soggette ad un aumento dei costi di agenzia maggiore rispetto a quello che sperimentano le single class, poiché gli azionisti di minoranza dispongono di meno strumenti per poter affrontare l'incremento dei problemi di agenzia a causa della disparità nel potere di voto. Come emerge nello studio di Easterbrook (1984), il valore marginale del dividendo è più elevato quando vi è una minore protezione degli azionisti e/o le aziende sono più mature, poiché è più probabile che vi siano problemi di agenzia più gravi. Secondo Rozeff (1982), “firms establish lower dividend payout ratios when they are experiencing or anticipate experiencing higher revenue growth, [...] firms establish lower dividend payout ratios when they possess higher beta⁴⁹ coefficients, presumably because higher betas are a reflection of the presence of higher operating and financial leverage, [...] firms establish higher dividend payouts when insiders hold a lower fraction of the equity and a greater number of stockholders own the outside equity”⁵⁰. Il dividendo viene quindi visto come un mezzo a disposizione dell'azienda per ridurre i costi di agenzia e viene utilizzato principalmente quando l'impresa ha tassi di crescita meno elevati. In linea con queste teorie si pone lo studio di Hyunseob e Roni (2019), i quali dimostrarono come iniziare a distribuire dividendi o aumentarli diventa più vantaggioso per le aziende con struttura a doppia classe rispetto a quelle a singola classe, presumibilmente a causa del maggiore incremento dei costi di agenzia: più ci si avvicina alla fase di maturità più diventa prezioso per le dual class share emettere i dividendi. D'altra parte, se si analizzano soltanto le aziende giovani, la distribuzione di un dividendo viene percepita in maniera più negativa per le aziende dual class rispetto alle single class; essendo la struttura azionaria a due classi uno strumento eccellente per proteggere i manager e permettere loro di investire in progetti profittevoli di lungo periodo, ci si aspetterebbe infatti che le società distribuirebbero meno dividendi e usassero gran parte del denaro per finanziare i progetti di crescita.

In sintesi, è possibile affermare come nello studio dei benefici e dei costi che comporta una struttura azionaria a doppia classe di azioni, è necessario suddividere le società in base alla

⁴⁹ Coefficiente che definisce la misura del rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Beta&text=Coefficiente%20che%20definisce%20la%20misura,conseguenza%20di%20variazioni%20di%20mercato.>)

⁵⁰ Rozeff M. S. (1982), “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, Journal of Financial Research.

loro maturità. Nonostante, generalmente, si guardano le aziende dual class con estrema diffidenza senza fare particolari distinzioni, è bene sottolineare come la struttura dual class in un'impresa giovane non è assolutamente associata negativamente alle prestazioni aziendali o alla valutazione, bensì in alcuni casi è decisamente preferibile. Tuttavia, man mano che maturano, le società dual class tendono a svalutarsi maggiormente rispetto alle single class (circa del 10% in più); da questi studi è infatti emerso che le prestazioni si deteriorano notevolmente, i tassi di crescita e di innovazione diminuiscono drasticamente, il premio di voto aumenta e i rendimenti in seguito agli annunci di distribuzione dei dividendi aumenta, sinonimo del fatto che vi sono maggiori costi di agenzia. Dunque, evidenze empiriche dimostrano che più un'azienda avente una struttura a doppia classe di azioni diventa matura, più si ha un complessivo declino dei benefici e un aumento dei costi.

In conclusione, nasce spontaneo porsi interrogativi riguardo al come mai le imprese, man mano che maturano non trasformano la loro struttura azionaria dual class in una single class, in modo tale da evitare/limitare questi problemi. Si può affermare che ipotesi di *entrenchment* manageriale risultano essere maggiormente fondate quando si ha a che fare con una società matura, dove il manager potrebbe essere riluttante a rinunciare al potere a causa degli elevati benefici privati del controllo che può estrarre. Dal momento che una riforma di governance di questo tipo, quindi, risulta essere complicata da mettere in atto ex post, una soluzione per poter trasformare la propria struttura azionaria e tutelare gli azionisti di minoranza dovrebbe essere prevista ex ante attraverso clausole nello statuto, contratti e/o regolamentazioni.

2.6 Sunset provisions

Come sopra spiegato, con il passare del tempo i benefici di una struttura azionaria a doppia classe diminuiscono mentre i costi tendono ad aumentare, facendo diventare così tale assetto meno efficiente. Nonostante questo, i controllori tendono a mantenere questa struttura dal momento che, a scapito degli azionisti di minoranza, riescono ad estrarre elevati benefici privati.

Prima della quotazione in Borsa, una società deve decidere con quale struttura azionaria approdare sul mercato; tuttavia, la struttura azionaria decisa può essere modificata nel tempo.

Se un'impresa decidesse di quotarsi con una struttura dual class per sfruttare tutti i benefici che comporta, sarebbe una decisione migliore prevedere nello statuto delle clausole chiamate “sunset provisions” (o “clausole di scadenza”) al fine di tutelare gli azionisti di minoranza. Come spiegato da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), “Sunsets specify circumstances under which the superior and inferior voting shares convert into a common class of common stock, and the dual-class structure ceases to exist”⁵¹; una volta raggiunta una data specifica o verificatasi una specifica condizione, queste clausole obbligano la società a convertire la propria struttura azionaria dual class in una single class.

Nel corso del tempo, molti studiosi hanno dibattuto provando ad ipotizzare quale fosse la tipologia di sunset provisions migliore; oggi giorno queste clausole possono essere divise in 4 categorie:

- Time Sunsets
- Ownership Sunsets
- Transfer Sunsets
- Triggering-Events Sunsets

I “Time Sunsets” sono clausole che si attivano dopo che è passato un predeterminato periodo di tempo dalla quotazione; quando vengono attivate, le azioni di Classe A con diritto di voto superiore si convertono automaticamente in azioni ordinarie, mentre le azioni di Classe B senza diritto di voto (o limitato) vengono eliminate. Come scritto da Bebchuk e Kastiel (2017), il principale problema di questa tipologia di clausole è che risulta essere impossibile prevedere al momento dell'IPO quando le competenze e la motivazione dei fondatori diminuiscono; è stato allora reso possibile l’inserimento di proroghe a tali scadenze per periodi aggiuntivi non superiori ai dieci anni, a condizione che tali estensioni venissero approvate dalla maggioranza degli azionisti non coinvolti in rapporti commerciali o personali con chi controlla l’impresa. Coloro che decidono il futuro della struttura azionaria, essendo imparziali, è improbabile che permettano al maggiore azionista di mantenere un assetto che lo favorisca a discapito del valore aziendale; essi garantiscono, quindi, la presenza di una dual class efficiente oppure la trasformazione in single class. Un esempio di azienda che utilizzò questa determinata clausola fu Groupon, la quale nel momento della quotazione specificò che “no shares of common stock

⁵¹ Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y. V. e Litov L. P. (2022), “The rise of dual-class stock IPOs”, Journal of Financial Economic.

will be issued or outstanding until five years after the completion of this offering, at which time all outstanding shares of Class A common stock and Class B common stock will automatically convert into shares of common stock”⁵².

Per quanto riguarda gli “Ownership Sunsets”, Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022) affermarono che “causano la conversione delle azioni con diritto di voto superiore in azioni con un solo voto quando il controllore possiede meno di una percentuale prefissata delle azioni totali in circolazione dell'azienda, o se il numero di azioni con diritto di voto superiore scende al di sotto di una percentuale prefissata del numero totale di azioni in circolazione”⁵³. La logica che sta alla base di queste clausole è che il controllore perde i suoi diritti di voto superiori se il suo interesse economico è troppo basso, garantendo un maggiore allineamento dei suoi interessi con quelli degli azionisti di minoranza e riducendo le probabilità che il controllore metta in atto comportamenti opportunistici. Tuttavia, se la percentuale di azioni che deve detenere chi è al comando è bassa, questa clausola presenta un limite evidente: nonostante il controllore debba magari mantenere il possesso di una quota maggiore di quella che deterrebbe se non ci fosse questo sunset provision, se i benefici privati che possono essere estratti sono molto elevati, egli può evitare senza particolari problemi tale scadenza mantenendo la sua frazione di proprietà azionaria al di sopra del limite specificato. Come emerge nello studio di Bebchuk e Kastiel (2017), la maggior parte delle aziende analizzate che ha fatto uso di questa clausola, ha fissato tale soglia ad un valore non superiore del 10%. In questo scenario, con una percentuale richiesta così bassa, è difficile che tale clausola affronti in maniera efficace il problema per cui era stata introdotta. Un esempio di azienda che si quotò inserendo questo sunset provision nello statuto fu Texas Roadhouse, la quale nel 2004 specificò che si sarebbe verificata un'unificazione delle due classi di azioni nel caso in cui le azioni possedute dal fondatore avrebbero rappresentato meno del 20% del totale.

I “Transfer Sunsets” sono clausole che causano la conversione delle azioni di Classe A (diritto di voto superiore) in azioni di Classe B (diritto di voto limitato) quando vengono vendute dal possessore. Ci sono molte aziende che permettono il trasferimento delle azioni con diritto di voto superiore incluso tramite vendita, donazione o eredità; degli esempi lampanti sono Facebook e Snapchat, le quali permettono ai fondatori di trasferire il loro potere agli eredi. Tuttavia, come affermato da Fisch e Solomon (2019), questo trasferimento dei diritti di voto

⁵² <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1490281/000104746911008854/a2205238zs-1a.htm>

⁵³ Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y. V. e Litov L. P. (2022), “The rise of dual-class stock IPOs”, Journal of Financial Economic.

risulta essere in contraddizione con il motivo principale per cui è stata creata la struttura dual class, ovvero proteggere “the founder’s ability to achieve his or her idiosyncratic vision”⁵⁴. Se da un lato i successori possono continuare a perseguire la visione del fondatore, dall’altro si possono trovare numerosi esempi nella realtà dove il passaggio intergenerazionale ha portato soltanto alla distruzione del valore dell’azienda tramite l’estrazione di benefici privati. Un esempio di questa tipologia di clausola la si può trovare nell’opera di Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), dove tali studiosi hanno riportato che Google, prima della quotazione, aveva dichiarato che “qualsiasi azione di Classe B a voto elevato si sarebbe convertita in azioni di Classe A in caso di vendita, ad eccezione dei trasferimenti tra Larry Page e Sergey Brin (i cofondatori dell’azienda) o trasferimenti effettuati per scopi di pianificazione patrimoniale e/o fiscale”⁵⁵.

Infine, i “Triggering Events Sunsets” sono clausole di scadenza che pongono fine alla struttura azionaria dual class e vengono attivate quando si verifica un determinato evento, come ad esempio la morte del fondatore, una sua invalidità o il raggiungimento dell’età pensionabile. Come scritto da Bebchuk e Kastiel (2017), da un lato questa clausola permette di evitare il trasferimento dei diritti superiori di voto agli eredi, dall’altro consente al fondatore di mantenere il controllo dell’impresa per tutta la sua vita lavorativa; se al comando vi è una persona giovane, questa clausola potenzialmente gli permette di mantenere il controllo per tanti decenni, il che comporta rischi sostanziali e costi attesi considerevoli. Pertanto, inserire nello statuto una clausola basata su un evento scatenante standard che permette al controllore di avere tale supremazia nei diritti di voto per così tanto tempo, risulta essere una tutela per gli azionisti di minoranza molto più debole rispetto a se si inserisse un time sunset con un limite di 10/15 anni. Un esempio di azienda che ha utilizzato tale sunset provision è Workday, la quale prevedeva l’eliminazione della seconda classe di azioni nove mesi dopo il decesso dell’ultimo dei cofondatori.

In conclusione, risulta essere interessante vedere quanto queste clausole di scadenza sono adottate dalle società, suddividendole in base a chi vi è al comando. Come si può vedere in Figura 11, i time sunsets sono veramente poco utilizzati dalle società controllate dai fondatori, i quali inseriscono tale clausola circa il 6% delle volte; coloro che sono maggiormente interessanti a metterla nello statuto sono i venture capitalist, i quali adottano tale sunset

⁵⁴ Fisch J. e Solomon S. D. (2019), “The problem of sunsets”, Boston Univ. Law.

⁵⁵ Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y. V. e Litov L. P. (2022), “The rise of dual-class stock IPOs”, Journal of Financial Economic.

provision il 44% circa delle volte se sono al comando da soli, oppure il 50% se controllano l'impresa insieme al fondatore. Gli ownership sunsets sono maggiormente utilizzati da tutte le tipologie di controllori e si può osservare un modello di adozione simile al caso dei time sunsets. Per quanto riguarda i transfer sunsets, sono le clausole di scadenza maggiormente utilizzate da tutti e le percentuali si innalzano rispetto agli altri casi in maniera considerevole: tutte le principali tipologie di controllori, infatti, inseriscono tale sunset provision in più del 40% delle volte (solo le categorie "private equity" e "directors and officers" hanno percentuali inferiori al 60%). Infine, i triggering events sunsets sono le clausole di scadenza meno utilizzate insieme ai time sunsets; anche in questo caso, coloro che li adottano maggiormente sono i venture capitalist, sia quando controllano l'azienda da soli sia quando dividono il potere con il fondatore.

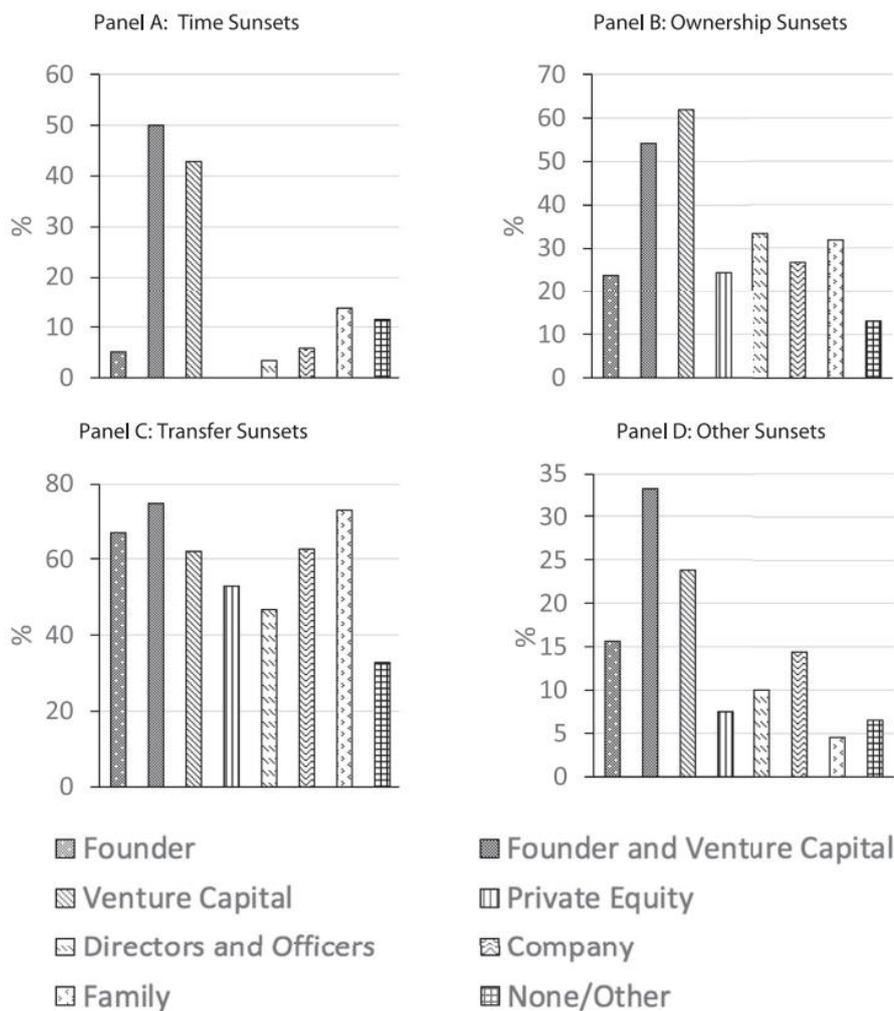


Figura 11: Percentuali di adozione dei vari sunset provisions suddivise per tipologia di controllore. [Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

2.7 Dual class share in Italia

In Italia, come emerge dal “Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane” (2022), vengono utilizzati principalmente due strumenti con lo scopo di rafforzare e garantire il controllo: la struttura piramidale e quella a doppia classe di azioni. Com’è stato detto in precedenza, entrambi questi meccanismi determinano un disallineamento tra i diritti patrimoniali e quelli di voto, permettendo all’azionista di maggioranza di controllare l’impresa in maniera più che proporzionale rispetto al denaro investito nella stessa. Come si può vedere in Figura 12, la differenza fra i voting rights e i cash flow rights del maggiore azionista nelle aziende che presentano uno di questi due meccanismi di rafforzamento del controllo, risulta essere molto rilevante: dal 2012 al 2020, in media, tale wedge risultava essere pari al 17,23%, anche se è bene sottolineare che nell’ultimo anno questa differenza era inferiore del 4,6% rispetto al primo anno di questo orizzonte temporale (19,2% nel 2012, 14,6% nel 2020). Questa minore separazione fra i diritti di voto e quelli patrimoniali è stata accompagnata da una diminuzione costante nel corso degli anni del numero di società che facevano uso di queste strutture societarie: come si può osservare, nel 2012 vi erano 55 società quotate che erano all’interno di una struttura piramidale e/o emettevano azioni senza diritto di voto, le quali rappresentavano il 34,7% della capitalizzazione totale di mercato. Tuttavia, nel corso del tempo il numero di queste società è diminuito costantemente fino ad arrivare nel 2020 ad essere pari a 25, valore che rappresenta il 5,4% della capitalizzazione del mercato.

		società con CEM (controllate da altra società quotata e/o che emettono azioni senza voto) companies with CEM (controlled by another listed company and/or issuing non-voting shares)			media diritti di cash flow average cash flow rights	media diritti di voto average voting rights	wedge medio average wedge
		numero società number of companies	% totale settore % total industry	% capitalizzazione settore % industry market cap			
2012	<i>totale</i> <i>total</i>	55	21,9	34,7	33,4	51,6	19,2
2013	<i>totale</i> <i>total</i>	50	20,5	30,0	32,4	51,1	18,7
2014	<i>totale</i> <i>total</i>	45	18,9	29,9	32,2	51,4	19,2
2015	<i>totale</i> <i>total</i>	41	17,5	28,4	35,8	52,0	16,2
2016	<i>totale</i> <i>total</i>	34	14,8	21,5	36,9	54,1	17,2
2017	<i>totale</i> <i>total</i>	37	16,0	24,7	35,9	51,9	16,0
2018	<i>totale</i> <i>total</i>	33	14,3	8,5	37,3	54,6	17,3
2019	<i>totale</i> <i>total</i>	27	11,8	7,6	37,5	54,2	16,7
2020	<i>totale</i> <i>total</i>	25	11,1	5,4	37,6	52,2	14,6

Figura 12: Dati riguardanti le società che presentano un meccanismo per il rafforzamento del controllo in Italia; in particolare, si tiene conto delle società che emettono azioni senza diritto di voto o che appartengono ad un gruppo piramidale. [Fonte: Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane (2022)].

Innanzitutto, principali deviazioni dalla regola one share one vote si possono notare a partire dal 1974, dove una legge emanata dal governo permetteva l'emissione delle cosiddette "azioni di risparmio", ovvero "azioni prive del diritto di voto che godono di privilegi patrimoniali rispetto alle azioni ordinarie e di altre caratteristiche specifiche"⁵⁶. Come scritto da Marco Bigelli (2004), per compensare la mancanza del diritto di voto, ai possessori di tali azioni vennero conferiti i seguenti privilegi minimi:

- Dividendo minimo del 5% del valore nominale.
- Dividendo maggiore rispetto a quello che conferivano le azioni ordinarie di una quantità pari al 2% del valore nominale.
- In caso di perdita non viene distribuito il dividendo. Il primo anno in cui l'azienda avrebbe registrato un utile, i possessori delle azioni di risparmio avrebbero dovuto ricevere il dividendo di quell'anno più la cifra corrispondente a tutti i dividendi che non sono stati pagati negli anni precedenti a causa delle perdite.
- Nel caso in cui le perdite avessero portato il patrimonio netto contabile dell'azienda a zero, soltanto gli azionisti aventi azioni con diritto di voto avrebbero avuto l'obbligo di ricostituire il capitale proprio dell'impresa.
- In caso di bancarotta, i possessori di azioni di risparmio avrebbero avuto la precedenza nella riscossione di crediti durante la procedura fallimentare.

Negli anni '90, tantissimi studiosi si preoccuparono di calcolare il differenziale di prezzo medio tra le azioni ordinarie e quelle di risparmio, giungendo tutti alla conclusione che tale valore era enormemente grande e nettamente superiore rispetto a quello rilevato in altri Paesi. Ad esempio, Castellino (1989) rilevò un *voting premium* del 63,9%, Penati e Di Corato (1989) del 78%, Ferretti, Murgia e Sandri (1993) dell'87,8%, Zingales (1994) dell'81,5% contro il 10% degli Stati Uniti e il 13% del Regno Unito, Corielli e Rindi (1996) del 76,4% e Nicodano (1998) del 68,7%.

Come scritto da Linciano nel Quaderno di Finanza della Consob (2002), il differenziale di prezzo fra le due categorie di azioni è influenzato sia dalla contendibilità dell'impresa sia dalla possibilità di estrarre i benefici privati del controllo e dal loro valore. Per quanto riguarda il primo fattore, il *voting premium* è tanto maggiore quanto è più grande la probabilità di una

⁵⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-di-risparmio.html>

scalata e minore è la concentrazione proprietaria. Quando si verifica una scalata, il management di una società avente una struttura azionaria dual class riesce ad ottenere un prezzo di offerta maggiore, estraendo parte del surplus dello scalatore, a vantaggio, però, soltanto delle azioni con diritto di voto. Gioca un ruolo fondamentale, quindi, l'intensità della competizione, la quale risulta essere maggiore quando molti azionisti hanno una quota rilevante, senza però che ci sia uno di questi che abbia la maggioranza e quindi abbia assicurato il controllo. In questi casi risulta essere importante una variabile introdotta da Rydqvist (1987), ovvero lo Shapley value, definita da Linciano (2002) come "la probabilità che gli azionisti di minoranza svolgano un ruolo pivotale in occasione di un'offerta"⁵⁷. Questa variabile si rivela essere una variabile esplicativa significativa delle variazioni nel tempo dei premi di voto: infatti, il differenziale di prezzo aumenta al crescere sia della probabilità che gli azionisti di minoranza giochino un ruolo decisivo in occasione di un mutamento degli assetti proprietari, sia della probabilità che tale mutamento abbia luogo. Per quanto riguarda il secondo fattore, maggiore è la separazione tra la proprietà e il controllo, maggiore è la possibilità che vengano messi in atto pratiche atte ad espropriare gli azionisti di minoranza. In presenza di comportamenti opportunistici, e dunque di una maggiore estrazione di benefici privati, il *voting premium* risulta essere maggiore.

Zingales (1994), tentando di spiegare i motivi di un *voting premium* così elevato, analizzò, innanzitutto, la quota media che deteneva il maggiore azionista nelle società facenti parte del suo campione: essa era pari al 52,2%, valore in leggero calo ma in linea con quelli riscontrati precedentemente, ovvero del 56,7% nel 1987 e del 55,5% nel 1990. Tipico delle società italiane era, però, la presenza di altri grandi azionisti che detenevano quote rilevanti: in media, i cinque maggiori azionisti detenevano l'81% dei diritti di voto. Il forte sconto sulle azioni senza diritto di voto si ipotizzò potesse essere causato da una liquidità inferiore; l'autore, però, sottolineò come le azioni con diritto di voto avessero un "bid-ask spread"⁵⁸ leggermente più grande rispetto alle azioni senza diritto di voto, di circa lo 0,2% in più. Dal momento che un *bid-ask spread* più piccolo indica una maggiore liquidità del mercato, tale ipotesi fu scartata dallo studioso. L'autore, in base alle sue stime, confermò come l'instabilità del controllo, dovuta alla presenza di tanti azionisti aventi una quota rilevante, avesse un impatto

⁵⁷ Linciano N. (2002), "Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione", Quaderno di Finanza della Consob.

⁵⁸ Differenza tra il prezzo bid (denaro) e il prezzo ask (lettera) praticato da un dealer. Il prezzo bid è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo ask è quello al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario (<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/differenziale-denaro-lettera.html>)

statisticamente significativo sul *voting premium*, mentre i privilegi reddituali delle azioni di risparmio, indicatori di stabilità della proprietà, fossero correlate negativamente a tale differenziale. La grandezza eccessiva di questa differenza di prezzo, però, per l'autore, era spiegabile solo se fossero stati considerati i benefici privati del controllo, i quali derivavano principalmente da trasferimenti di ricchezza ai danni degli azionisti di minoranza. Secondo lo studioso, i benefici privati in Italia erano così grandi poiché il sistema legale era altamente inefficiente e inadeguato per prevenire abusi di potere e poiché la diluizione dei diritti di proprietà degli azionisti di minoranza erano tollerati maggiormente che in altre nazioni, tanto che persino alcune imprese statali nel corso del tempo sono state sospettate di diluire tali diritti. In linea con questo pensiero si erano schierati precedentemente anche Modigliani e Perotti (1991), i quali attribuirono la grandezza dei benefici privati al sottosviluppo del mercato finanziario italiano. In conclusione, la difficoltà di contestare determinate operazioni illecite condotte dai maggiori azionisti, la presunta maggiore tolleranza dell'ambiente finanziario e politico a determinate attività e la minore protezione dei diritti degli azionisti di minoranza spiegano come il controllo in Italia risulta essere molto più prezioso che in altri Paesi, chi lo possiede se lo tiene stretto ed estrae maggiormente benefici privati a scapito della massimizzazione del valore aziendale.

Sempre negli anni '90, il governo emanò due leggi molto importanti che influirono sui benefici privati: la prima, nel 1992, introdusse l'OPA obbligatoria superata una determinata soglia di possesso delle azioni, e la seconda, nel 1998, oltre a modificare alcuni tratti della legge precedente, aggiunse alcune norme riguardo la tutela degli azionisti di minoranza. Per quanto riguarda la prima, l'OPA obbligatoria aiuta a spiegare la presenza di un differenziale cospicuo fra le due classi di azioni. Come ben spiegato da Linciano nel Quaderno di Finanza della Consob (2002), con questo meccanismo, quando si verificano mutamenti nell'assetto proprietario, l'acquirente di un blocco di azioni deve condividere il premio del controllo con gli azionisti di minoranza, esclusi quelli che possiedono, però, le azioni senza diritto di voto. Per quanto riguarda invece l'entrata in vigore del Tuf (Testo Unico della Finanza) nel 1998, come emerge nello studio di La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), contribuì a migliorare l'indice di protezione degli azionisti, facendolo passare da un valore inferiore alla media dell'Europa Continentale ad uno superiore. Come scritto da Bigelli (2004), le principali disposizioni furono due: la prima affermava che “gli statuti delle società sono liberi di definire i diritti delle azioni senza diritto di voto [...] Nonostante questa disposizione, tutte le azioni

senza diritto di voto quotate godono almeno dei diritti minimi stabiliti dal precedente codice istituzionale”, mentre la seconda dichiarava che “quando gli azionisti con diritto di voto votano su proposte ritenute dannose per gli azionisti senza diritto di voto, la decisione deve essere approvata da un'assemblea speciale degli azionisti senza diritto di voto [...], e almeno il 20% delle azioni senza diritto di voto deve approvare la decisione”⁵⁹. Per capire come queste leggi avevano influenzato il *voting premium*, è possibile osservare l'andamento dello stesso da gennaio del 1989 a settembre del 2000. Com'è possibile notare, in Figura 13 è rappresentato l'andamento del *voting premium* “totale”⁶⁰, mentre in Figura 14 è presente quello del *voting premium* “unitario”⁶¹. In base ai dati raccolti da Linciano nel Quaderno di Finanza della Consob (2002), da queste figure emerge come in generale il *voting premium* medio sia totale che unitario si sono ridotti notevolmente durante questo periodo, passando rispettivamente dal 32% al 21% e dall'85% al 37% circa.

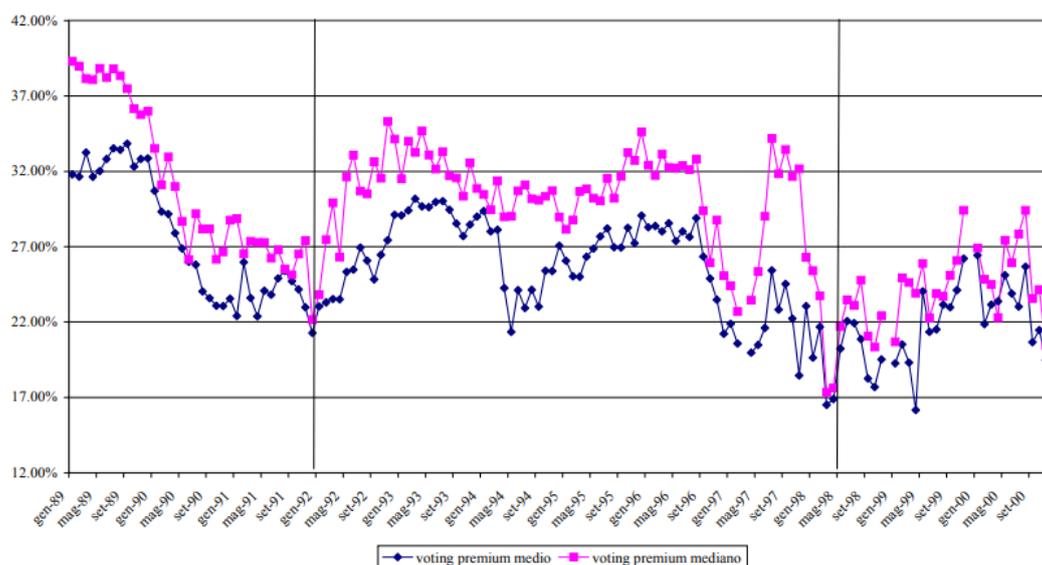


Figura 13: Andamento del voting premium in percentuale della capitalizzazione. [Fonte: Quaderno di Finanza della Consob (2002)].

⁵⁹ Bigelli M. (2004), “Dual Class Stock Unifications and Shareholders' Expropriation”, Social Science Research Network.

⁶⁰ Metodo usato da Nenova (2000): $VP_{tot} = VP_{ord} / CAP$, con $VP_{ord} = (PREZZO_{ord} - PREZZO_{risp}) * NUM_{ord}$ e $CAP = PREZZO_{ord} * NUM_{ord} + PREZZO_{risp} * NUM_{risp}$.

⁶¹ Metodo usato da Zingales (1994): $VP = (PREZZO_{ord} - PREZZO_{risp}) / PREZZO_{risp}$.

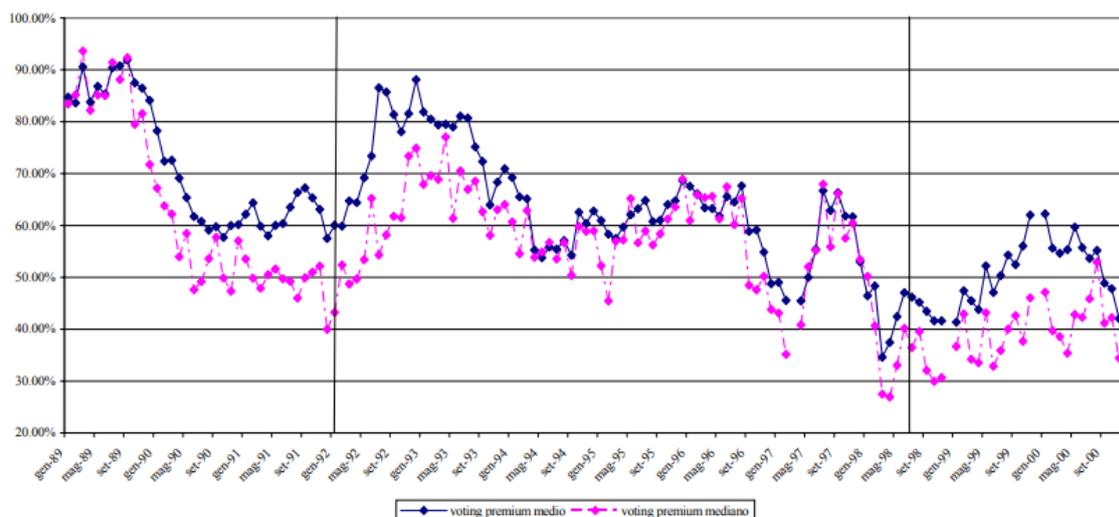


Figura 14: Andamento del voting premium. [Fonte: Quaderno di Finanza della Consob (2002)].

Andando più nel dettaglio, è possibile vedere come, nel periodo precedente all’emanazione della legge riguardo l’OPA obbligatoria, vi era una discrepanza molto elevata tra il valore delle azioni ordinarie e quelle di risparmio. Alcuni studiosi affermarono come tale differenza così grande potesse essere spiegata dall’anticipazione del mercato all’approvazione successiva della legge sull’OPA, dal momento che circolarono negli anni precedenti numerose indiscrezioni a riguardo; tuttavia, il valore medio del *voting premium* stava pian piano calando. Successivamente, nel 1992, si ha avuto un’inversione di rotta; come anticipato a livello teorico precedentemente, l’introduzione dell’obbligo di OPA, raggiunta una determinata soglia, ha contribuito all’innalzamento della differenza tra il prezzo delle due classi di azioni: a livello pratico, infatti, si può constatare come tale legge abbia innalzato il range di oscillazione del *voting premium* totale di 3-4 punti percentuali, mentre abbia fatto passare il *voting premium* unitario da oscillare fra il 60-70% a farlo fra il 70-90%. D’altro canto, l’approvazione del Tuf è stato fondamentale nel ridurre in maniera più drastica e veloce il *voting premium*; se si osserva quello totale, questa riduzione risulta essere ancora più notevole se si prende il range di oscillazione del valore mediano, il quale si ridusse di 8-10 punti percentuali, mentre se si valuta quello unitario da settembre 1997 a gennaio 1999, si vede come il valore medio calò da quasi il 70% a poco più del 40%.

L’analisi del *voting premium* in questo intervallo temporale ha consentito di valutare dettagliatamente l’impatto che queste due leggi hanno avuto sullo stesso; in generale, quindi, si può affermare che l’entrata in vigore del Tuf ha permesso di ridurre in maniera considerevole

la differenza di prezzo fra le due classi di azioni, limitando conseguentemente il valore medio dei benefici privati del controllo e migliorando la protezione degli azionisti. È bene sottolineare, però, quanto scritto da Linciano nel Quaderno di Finanza della Consob (2002), ovvero che “Non si può escludere, tuttavia, che la variabile temporale relativa all’entrata in vigore del Tuf catturi anche cambiamenti “ambientali”, legati a una crescita dimensionale e a una maggiore apertura internazionale del nostro mercato azionario, che avrebbero reso più incisiva l’azione di scrutinio da parte della comunità finanziaria sulle vicende delle imprese quotate, inducendo una riduzione del valore atteso dei benefici privati incorporato nei prezzi delle azioni”⁶².

Così come il *voting premium* è andato a diminuire nel tempo, anche il numero di società aventi una struttura azionaria a due classi è calato drasticamente. Proprio per questo motivo, per quanto riguarda le aziende italiane, non sono stati condotti studi rilevanti per quanto concerne le ricapitalizzazioni a doppia classe, bensì molto più frequentemente si è assistito ad eventi come le unificazioni, dove tutte le azioni sono state trasformate in ordinarie, arrivando ad avere struttura azionaria ad una sola classe.

Ora, risulta essere interessante analizzare il “Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane” (2022) e osservare l’andamento nel tempo del numero delle società che emettono diverse tipologie di azioni, esaminando prima quelle che prevedono una seconda classe di azioni aventi nessun diritto di voto e poi quelle che emettono azioni con voto plurimo o maggiorato. Per quanto riguarda le prime, come si può notare in Figura 15, nel 1992 erano ben 120 le aziende con tale struttura dual class e rappresentavano il 42,6% del totale delle imprese italiane quotate; in soli sei anni, questo numero ebbe già una diminuzione notevole: nel 1998 esse erano, infatti, già solo più 70, anche se rappresentavano ancora una quota significativa di tutte quelle quotate, pari al 32,4%. Tuttavia, nel corso degli anni anche questa percentuale è andata a scemare: l’ultima rilevazione effettuata, riferita al 2020, mostra come le aziende italiane dual class con azioni Classe B senza diritti di voto siano solo più 11, pari al 4,9% del totale. Invece, per quanto riguarda le imprese che emettono azioni a voto plurimo o maggiorato, la tendenza è inversa; ciò è dovuto principalmente all’aumento del numero di società che emettono le cosiddette *loyalty shares*⁶³. Come si può notare in Figura 16, la prima rilevazione ufficiale si ebbe a giugno del 2015: il voto maggiorato era previsto nello

⁶² Linciano N. (2002), “Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione”, Quaderno di Finanza della Consob.

⁶³ Azioni che attribuiscono diritti di voto maggiorati a coloro che le detengono per un certo arco temporale in modo tale da ricompensarli per la loro fedeltà.

statuto di 17 aziende quotate, mentre il voto plurimo in una sola. Degno di nota è l'incremento del numero delle aziende che potenzialmente prevedevano l'emissione delle loyalty shares, il quale è quadruplicato nel giro di sette anni: nel 2021, infatti, esso era uguale a 69.

	<i>totale azioni senza diritto di voto all non-voting shares</i>		
	<i>numero società number of companies</i>	<i>% totale % total</i>	<i>% capitale sociale % share capital</i>
1992	120	42,6	14,0
1998	70	32,4	9,4
2010	37	13,7	7,0
2011	37	14,2	7,0
2012	32	12,6	4,9
2013	28	11,5	5,1
2014	23	9,7	3,8
2015	19	8,1	3,6
2016	18	7,8	5,0
2017	17	7,4	3,8
2018	14	6,1	3,2
2019	12	5,3	0,7
2020	11	4,9	4,8

Figura 15: andamento nel corso del tempo del numero di società con Classe B di azioni che non conferiscono alcun diritto di voto. [Fonte: Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane (2022)].

	<i>società con azioni a voto maggiorato companies with loyalty shares</i>	<i>società con azioni a voto plurimo companies with multiple voting shares</i>
	<i>numero società number of companies</i>	<i>numero società number of companies</i>
<i>giu-15</i>	17	1
<i>giu-16</i>	26	1
<i>giu-17</i>	33	1
<i>giu-18</i>	41	3
2018	47	3
2019	53	3
2020	64	3
2021	69	4

Figura 16: andamento nel corso del tempo del numero di società che prevedevano l'emissione di azioni a voto maggiorato e/o multiplo. [Fonte: Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane (2022)].

Tuttavia, come riportato da Alvaro, Ciavarella, D'Eramo e Linciano (2014), è bene sottolineare come “le loyalty shares non rappresentano una nuova categoria di azioni, ma solo una clausola statutaria volta a modificare la regola di attribuzione del diritto di voto valevole per tutti i soci, a prescindere dalla categoria azionaria di appartenenza. Si tratta quindi di una regola statutaria di attribuzione del diritto voto alternativa rispetto al criterio proporzionale al numero di azioni possedute dal singolo socio”⁶⁴. Nel contesto italiano, è necessario, quindi, separare le azioni con voto multiplo da quelle con voto maggiorato, dal momento che perseguono obiettivi diversi: le prime sono uno strumento utile per raccogliere capitale sul mercato e incentivare gli investimenti e la crescita economica, mentre le seconde “fungerebbero da strumento per incentivare l’investimento a lungo termine e, dunque, la presenza di investitori stabili con maggiore potere di monitoring e meno orientati allo *short-termism*, anche al fine di ridurre la volatilità dei corsi azionari e favorire un più efficiente processo di formazione dei prezzi”⁶⁵.

Infine, il “Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane” (2022) ci permette di capire in quante società la maggiorazione dei diritti di voto è risultata efficace, dal momento che per usufruire di tale beneficio è necessario detenere le azioni per un determinato periodo di tempo. Nel 2021, la maturazione di tali diritti maggiorati era riscontrabile in 46 aziende: in quest’ultime il maggiore azionista deteneva in media il 61,6% dei diritti di voto e il 49,1% di quelli patrimoniali; il cosiddetto wedge (differenza tra le quote di capitale controllate sulla base dei diritti di voto nell’assemblea ordinaria e le quote di capitale possedute sulla base dei diritti ai flussi di cassa), quindi, era pari a circa il 12,5% ed oscillava tra un valore massimo del 17,2% e un valore minimo dello 0,6%.

Per quanto riguarda le strutture piramidali, invece, il trend risulta essere simile a quello delle strutture dual class: nel corso degli anni vi è stato un ridimensionamento del fenomeno, sia per quanto riguarda il numero di livelli all’interno del gruppo piramidale, sia per quanto concerne il numero di società coinvolte. Questo calo è dovuto sia ad aspetti normativi e legislativi, sia a cambiamenti di natura competitiva: ad esempio, la necessità delle aziende ad aumentare la propria base di investitori, l’apertura dei mercati italiani ad investimenti da parte di soggetti stranieri e gli interventi legislativi a favore degli azionisti di minoranza, hanno

⁶⁴ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D. e Linciano N. (2014), “La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo”, Quaderni giuridici Consob.

⁶⁵ Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D. e Linciano N. (2014), “La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo”, Quaderni giuridici Consob.

considerevolmente ridotto la presenza di tutte quelle strutture in cui la separazione fra i diritti di voto e quelli patrimoniali era notevole, permettendo così una minore estrazione dei benefici privati del controllo da parte degli azionisti di maggioranza e tutelando maggiormente tutti gli altri investitori. Inoltre, l'aumento di investimenti nelle società italiane dall'estero ha permesso di compensare una delle problematiche principali che avevano portato precedentemente alla creazione di questa struttura, ovvero la ricerca e il bisogno di maggiori fondi, e ha creato una maggior pressione competitiva sul mercato, la quale ha indotto molte aziende ad abbandonare tale struttura a cavallo degli anni 2000.

Il trend decrescente di questa tipologia di struttura è confermato anche dai dati che emergono dal “Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane” (2022); come si può notare dalla Figura 17, se nel 1998 le società che non appartenevano a nessun gruppo piramidale erano pari a circa il 56% di quelle totali, nel corso degli anni tale percentuale è incrementata sempre più, attestandosi al 75,3% nel 2012, all'80,9% nel 2016 e, infine, all'84% nel 2020. Per quanto riguarda i gruppi piramidali, il declino è evidente: se nel 1998 il 36,1% delle società faceva parte di queste strutture, nel 2020 questa percentuale era pari soltanto al 10,7%. Ovviamente, di pari passo con la diminuzione del numero delle imprese, si è assistito anche ad un drastico calo della capitalizzazione di mercato delle aziende facenti parte a questi gruppi: nel 1998 queste società rappresentavano il 75% della capitalizzazione totale del mercato, nel 2020 soltanto il 21,5%.

		gruppi orizzontali horizontal group	gruppi piramidali pyramidal group	gruppi misti mixed group	società stand-alone stand-alone companies
		% totale % total	% totale % total	% totale % total	% totale % total
1998	numero società number of companies	5,1	36,1	2,8	56,0
1998	capitalizzazione di mercato market capitalisation	6,1	75,0	3,2	15,6
2012	numero società number of companies	3,2	17,1	4,4	75,3
2012	capitalizzazione di mercato market capitalisation	1,5	60,1	4,5	33,9
2016	numero società number of companies	0,9	13,0	5,2	80,9
2016	capitalizzazione di mercato market capitalisation	0,1	38,6	6,5	54,8
2020	numero società number of companies	2,7	10,7	2,7	84,0
2020	capitalizzazione di mercato market capitalisation	0,9	21,5	4,7	72,8

Figura 17: Percentuali di società quotate italiane appartenenti ad un gruppo piramidale, ad uno orizzontale o ad uno misto. [Fonte: Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane (2022)].

Il declino di queste strutture si può notare anche dal minore grado di separazione fra la proprietà e il controllo che caratterizza i gruppi piramidali esistenti rispetto a quelli passati: come si può osservare nella Figura 18, nel 1998, il wedge medio tra voting rights e cash flow rights era pari al 24,2%, con un range di oscillazione del valore tra lo 0% e il 70,8%; nel 2020, questa discrepanza media fra i diritti si era più che dimezzata, attestandosi al 10,8% (valore minimo 0%, valore massimo 65,7%). Infine, altri indicatori rilevanti che confermano questo trend negativo sono la diminuzione del numero medio di società appartenenti ad un gruppo piramidale, circa 2,4 nel 2020) e della leva media, scesa fino a 1,5.

	società appartenenti a gruppi piramidali o misti companies belonging to pyramidal or mixed groups			leva leverage			wedge		
	media mean	minimo minimum	massimo maximum	media mean	minimo minimum	massimo maximum	media mean	minimo minimum	massimo maximum
1998	3,3	2,0	6,0	3,5	1,0	24,7	24,2	0	70,8
2010	2,9	2,0	5,0	1,9	1,0	6,5	16,8	0	65,7
2011	3,1	2,0	5,0	2,2	1,0	11,6	17,1	0	65,7
2012	3,1	2,0	5,0	2,3	1,0	13	17,9	0	65,7
2013	3,1	2,0	5,0	2,3	1,0	15,1	16,9	0	65,7
2014	2,9	2,0	5,0	1,8	1,0	6,8	15,9	0	66,3
2015	2,8	2,0	5,0	1,6	1,0	4,2	12,8	0	51,5
2016	2,8	2,0	5,0	1,7	1,0	5,8	13,6	0	49,7
2017	2,9	2,0	5,0	1,6	1,0	5,8	12,3	0	56,7
2018	2,7	2,0	5,0	1,6	1,0	4,5	12,7	0	61,7
2019	2,5	2,0	4,0	1,6	1,0	4,5	12,9	0	61,7
2020	2,4	2,0	3,0	1,5	1,0	4,5	10,8	0	65,7

Figura 18: Dati riguardanti società appartenenti ad un gruppo piramidale o misto nel corso del tempo. Viene illustrato il numero di società appartenente ad un gruppo, la leva e la discrepanza fra diritti di voto e patrimoniali di colui che comanda la società al vertice. [Fonte: Rapporto Consob sulla corporate governance delle società quotate italiane (2022)].

In conclusione, è possibile affermare che, nel corso degli anni, il declino dei gruppi piramidali è stato abbastanza lineare. Come detto precedentemente, questo risultato è dovuto a molteplici fattori, tra cui ad esempio le forze di mercato e le leggi promulgate atte a proteggere maggiormente gli investitori. Numerosi studi hanno dimostrato che una peggiore protezione degli azionisti di minoranza, induceva i soci di controllo ad utilizzare queste strutture. Con tutti gli interventi legislativi che sono stati fatti ed elencati precedentemente, si è riusciti a tutelare maggiormente gli investitori, e conseguentemente l'estrazione dei benefici privati da parte dei maggiori azionisti è diminuita. In seguito a questo calo dei vantaggi derivanti dal controllo, l'utilizzo di queste strutture piramidali è diventato meno attraente ed appetibile, provocando un

drastico ridimensionamento di questi meccanismi che permettevano di rafforzare e garantire il controllo.

Per quanto concerne i redditi di controllo, studi passati li hanno sempre legati alle dimensioni della società, dal momento che ci si aspetta che imprese più grandi offrano potenzialmente benefici pecuniari (e non) più elevati. Nel caso in cui la ricchezza del proprietario sia limitata, le dimensioni dell'azienda possono essere aumentate ricorrendo al debito, il quale, però, tende a ridurre la discrezionalità del management. Di conseguenza, l'effetto del debito sui redditi del controllo è incerto, mentre quello del patrimonio netto sui redditi del controllo è inequivocabilmente positivo. Come affermato da Burkart, Gromb e Panunzi (1998), maggiore è il rapporto fra azioni in circolazione senza diritto di voto e quelle con tale privilegio, minori sono i diritti al cash flow che chi è al comando della società deve possedere: in questo modo, la separazione fra la proprietà e il controllo si fa sempre più elevata e, di conseguenza, i soci di controllo sono sempre più propensi ad utilizzare fondi aziendali per scopi personali; pertanto, più la percentuale di azioni senza diritto di voto è maggiore, più i redditi di controllo sono maggiori.

Come scritto da Nicodano e Sembenelli (2004), "monitoring block-holders in companies with concentrated ownership are often managers, who derive satisfaction from on-the-job consumption. Private benefits may thus be larger than in companies with managerial control and diffuse ownership, because outside shareholders derive no utility from on-the-job consumption"⁶⁶. Questo implica che l'entità dell'azionariato diffuso φ è correlata negativamente ai redditi del controllo e positivamente ai profitti per azione q ; tuttavia, il segno del coefficiente φ è incerto, dal momento che più la proprietà è dispersa, più i costi di monitoraggio aumentano.

I redditi di controllo possono essere calcolati nella seguente maniera:

$$C = \alpha_1 \text{ patrimonio netto} + \alpha_2 \text{ leva finanziaria} + \alpha_3 \frac{\text{azioni senza diritto di voto}}{\text{azioni con diritto di voto}} + \alpha_4 \varphi$$

Mentre la variazione di profitto per azione è data

$$q' - q = \beta_1 (\varphi' - \varphi)$$

⁶⁶ Nicodano G. e Sembenelli A. (2004), "Private benefits, block transaction premiums and ownership structure," *International Review of Financial Analysis*, Elsevier

Dalle assunzioni dette precedentemente, ci si aspetta che α_1 e α_3 siano positivi, mentre il segno di α_2 è più incerto: da un lato, la leva finanziaria permette di incrementare l'ammontare degli asset sotto controllo, aumentando l'incentivo di portare a compimento azioni per scopi personali; dall'altro limita la discrezionalità di colui che è al comando, sottoponendolo ad una maggiore forza disciplinante. Infine, $\alpha_4 < 0$ e $\beta_1 \geq 0$ se i redditi di controllo diminuiscono all'aumentare dell'importanza strategica del mercato.

Evidenze empiriche condotte dai due studiosi confermano le previsioni. Il patrimonio netto dell'azienda e una maggiore percentuale di azioni senza diritto di voto influenzano positivamente il reddito di controllo; $\alpha_1 > 0$ permette dunque di confermare che C aumenta all'aumentare degli asset controllati, mentre $\alpha_3 > 0$ sostiene l'ipotesi che l'estrazione di benefici privati sia inefficiente e diluisca i diritti di proprietà degli azionisti esterni. Invece, α_2 risulta essere anch'esso positivo, però molto più marginalmente rispetto ad α_1 e α_3 ; l'effetto della leva finanziaria risulta essere, quindi, debole e praticamente neutrale a causa della sua doppia natura. Infine, i redditi di controllo sono correlati negativamente con il valore di Shapley di mercato, suggerendo che l'estrazione di benefici privati viene limitata dal monitoraggio di mercato.

Nicodano e Sembenelli (2004) calcolarono anche i block premiums, dal momento più sono elevati più i benefici privati risulta essere notevoli. Come si può vedere in Figura 19, il prezzo medio di un'azione nel momento di acquisto di un blocco risulta essere superiore del 27,4% rispetto a quello a cui viene scambiata sul mercato dopo la transazione. Inoltre, questo premio del controllo risulta essere maggiore quando si acquistano blocchi più grandi: infatti, quando si acquista un pacchetto di azioni che rappresenta più del 10% dei diritti di voto, il block premium è pari al 31,1%; d'altra parte, per blocchi più piccoli di tale soglia, il premio scende al 23,6%. Dal momento che il valore mediano è sistematicamente inferiore a quello medio, le distribuzioni dei premi di voto sono decisamente asimmetriche, suggerendo che un numero limitato di blocchi presenta un premio molto elevato. Risultano interessanti anche i valori del primo quartile: essi sono sempre negativi, il che implica che esiste un numero considerevole (il 30,9%) di casi in cui il blocco viene acquistato ad un prezzo inferiore rispetto al valore di mercato. Infine, i valori del terzo quartile sono decisamente alti, ed è proprio qui che si possono trovare un numero significativo di premi elevati.

Questi dati, applicati a transazioni di blocchi azionari in Italia, si discostano molto rispetto a quelli precedentemente trovati da Barclay e Holderness (1989); quest'ultimi, infatti,

avevano un campione con valore medio del premio del controllo inferiore al valore mediano, pari rispettivamente al 15,75 e al 20,4%, mentre solo il 20% dei blocchi veniva scambiato a uno sconto rispetto al prezzo di mercato dopo l'annuncio della transazione.

Price Premium					
	Cases	Mean (Std. Dev.)	1st quartile	Median	3rd quartile
FULL SAMPLE	94	0.274 (0.637)	-0.029	0.083	0.327
Blocks \geq 10%	48	0.311 (0.604)	-0.023	0.121	0.434
Blocks<10%	46	0.236 (0.674)	-0.034	0.068	0.158

Figura 19: Valori dei block premiums suddividendo i blocchi per grandezza.
[Fonte: Nicodano e Sembenelli (2004)]

3. Unificazioni

3.1 Introduzione

Come si è potuto constatare finora, le deviazioni da una struttura one share one vote permettono all'azionista di maggioranza di ottenere $\alpha\%$ dei diritti di voto anche senza detenere la stessa percentuale dei diritti patrimoniali; dunque, esse sono state aspramente criticate poiché riducevano drasticamente il costo del consumo di benefici privati da parte di colui che era al comando dell'impresa, incentivandolo a comportarsi in maniera opportunistica a spese degli azionisti di minoranza. Concentrandosi sulla struttura azionaria a doppia classe, l'emissione di azioni senza diritto di voto (o limitato) permette all'azionista di maggioranza di raccogliere capitale dall'esterno e, allo stesso tempo, di mantenere il controllo grazie al possesso di quelle aventi diritti di voto maggiori. Generalmente, infatti, il grande azionista tende a possedere le azioni di Classe A, mentre i piccoli azionisti preferiscono quelle di Classe B, le quali conferiscono mediamente dividendi maggiori.

Nello scorso capitolo, è emerso chiaramente come le aziende dual class presentano numerosi vantaggi nelle fasi iniziali di crescita, momento in cui è necessaria una stabilità interna maggiore per crescere in maniera più rapida, senza correre il rischio che il management si comporti in maniera "miope". Di conseguenza, numerosi studi hanno registrato reazioni positive del mercato ad eventi come le ricapitalizzazioni a doppia classe. Questa separazione fra diritti di voto e patrimoniali che si viene a creare, man mano che l'azienda cresce ed entra successivamente in una fase di maturità, risulta essere causa di "ancoramenti" manageriali e aumenta la probabilità che si vengano a registrare comportamenti atti ad espropriare gli azionisti di minoranza. La possibilità che la struttura dual class danneggi gli investitori pubblici è ben risaputo: come emerge nello studio di Bennedsen e Nielsen (2010), in Europa, il valore di mercato di queste aziende era di circa il 19% inferiore a quello delle società aventi una sola classe di azioni. Una volta raggiunta la fase di maturità, le società dual class devono fare i conti con una valutazione inferiore e costi d'agenzia superiori; inoltre, esse trovano difficile raccogliere ulteriori fondi dall'esterno, dal momento che gli investitori pubblici diffidano riguardo l'utilizzo che ne verrà fatto di tale denaro. Questa situazione ha spinto molte aziende a doppia classe mature ad abbandonare volontariamente la loro struttura a doppia classe.

Una soluzione possibile ai potenziali gravi problemi d'agenzia delle imprese dual class è l'unificazione delle classi azionarie. Con tale evento, tutte le azioni di una società diventano dello stesso tipo e conferiscono lo stesso diritto di voto: un'azione, un voto. In questo modo viene eliminato il cosiddetto *wedge* fra i diritti di voto e quelli patrimoniali, riducendo il potere di voto del maggiore azionista; così, se il controllore attuale vuole mantenere il comando dell'azienda, è necessario che investa nella stessa una quantità di denaro più elevata.

Tali eventi possono assumere svariate forme: a volte viene offerta una compensazione ai possessori di azioni con diritti di voto superiori e altre volte no, possono essere portati a termine in maniera volontaria, forzata oppure possono essere causati da pressioni esterne. Esempi svariati possono essere ritrovati negli studi di vari studiosi; come riportato da Hauser e Lauterbach (2004), i quali analizzarono un campione di unificazioni in Israele, il motivo principale che aumentò considerevolmente la frequenza di tali eventi fu la nuova regolamentazione della Borsa di Tel Aviv (1989) che vietò l'emissione di nuove azioni con diritto di voto limitato: se una società voleva, dunque, raccogliere ulteriore capitale era costretta a unificare le due classi azionarie. Gli stessi, nel 2004, stimarono che il 55% delle società compensò gli azionisti che detenevano azioni con diritti di voto superiori, mentre il 45% non lo fece. D'altra parte, Lauterbach e Pajuste (2014) studiarono un campione di 121 aziende che portarono a termine un'unificazione delle classi azionarie in maniera volontaria e notarono come la loro valutazione di mercato a lungo termine aumentava significativamente. In altri casi ancora, come emerge nello studio di Maury e Pajuste (2011), l'unificazione era influenzata fortemente dalla pressione dell'opinione pubblica che prese il posto di una legislazione ufficiale incerta.

Nonostante le svariate sfaccettature che un'unificazione può avere, gli aspetti comuni di tale evento sono molteplici: provoca un aumento del valore di mercato della società e il miglioramento della sua immagine pubblica, rende più liquide le azioni e facilita la raccolta di capitale. Tuttavia, se da un lato tali eventi aiutano a limitare il controllo del maggiore azionista e il suo consumo di benefici privati, a tutelare maggiormente i piccoli azionisti, ad aumentare il valore dell'impresa e a limitare i potenziali elevati costi d'agenzia che una società dual class presenta (specialmente in fase di maturità), dietro a scelte di unificazione delle classi azionarie possono esserci anche motivi tutt'altro che nobili. Come riportato da Bigelli, Mehrotra e Rau (2011) prima ma anche da Lauterbach e Pajuste (2014) poi, tali eventi potrebbero presentare un lato oscuro, permettendo agli azionisti di controllo di trasferire ricchezza nelle loro tasche a

scapito degli investitori pubblici. Infatti, è noto come, tendenzialmente, il prezzo delle azioni a seguito di tale evento subisca un'impennata: è possibile che alcuni insider, sapendo che l'unificazione è seguita da un entusiasmo che si riflette sul prezzo delle azioni, possano portare a termine l'unificazione per poter vendere successivamente a prezzi gonfiati una parte o la totalità delle loro azioni. Tali comportamenti dei maggiori azionisti hanno un impatto negativo sulla valutazione dell'azienda, e in alcuni casi l'effetto negativo è così grande che compensa totalmente e maschera quello positivo dell'unificazione.

3.2 Determinanti dell'unificazione

Innanzitutto, un fattore chiave che può essere decisivo nella scelta di unificare o meno le classi azionarie è la quantità di benefici privati del controllo che possono essere estratti dal maggiore azionista. Molto importante risulta essere la differenza fra diritti di voto e patrimoniali che quest'ultimo possiede prima dell'unificazione; se tale wedge risulta essere elevato, la diluizione del potere e della ricchezza del maggiore azionista è maggiore. È ben noto come, in seguito a tale evento, il prezzo delle azioni con diritto di voto superiore tende a diminuire a causa della perdita di questo privilegio, mentre quello delle azioni con diritto inferiore aumenta: se colui che detiene la maggioranza possiede soltanto azioni di Classe A, salvo eventuale compensazione, vedrà la sua ricchezza diminuire in maniera considerevole. Tutto ciò è accompagnato, inoltre, da una diminuzione dei benefici privati causata, generalmente, dal cambiamento della struttura azionaria. Se invece colui che ha la maggioranza possiede anche tante azioni di Classe B, non solo potrebbe non incorrere in perdite patrimoniali a seguito del cambiamento dei prezzi, ma addirittura potrebbe guadagnarci; Se tale guadagno risulta essere maggiore della perdita di benefici privati, il maggiore azionista sarà più propenso ad unificare le classi azionarie.

Come scritto da Pajuste (2005), si assuma che siano in circolazione 50 voting shares e 50 non voting shares, con il maggiore azionista che detiene 20 azioni di entrambe le tipologie. Si presupponga, inoltre, che il prezzo delle prime sia pari a 1,10€, quello delle seconde 0,90€, mentre quello delle azioni post-unificazione sia uguale a 1,05€. Colui che controlla l'impresa, in questo scenario, ha il 40% sia dei diritti di voto sia di quelli patrimoniali; fatte queste assunzioni, post-unificazione egli avrà un guadagno pari a $[(20+20)*1,05 - (20*1,10 +$

$20 \cdot 0,90] = 2$ e se la perdita di benefici privati sarà minore o uguale a questo guadagno, egli sarà più propenso ad unificare le classi azionarie. Invece, se assumiamo che il maggiore azionista detiene soltanto 20 azioni con diritto di voto superiore, egli ha il 40% dei voting rights e soltanto il 20% dei cash flow rights; in questo caso, egli avrà una perdita iniziale pari a $[20 \cdot 1,05 - 20 \cdot 1,1] = -1$.

In conclusione, come afferma la studiosa, si può notare come, a parità di diminuzione di benefici privati dovuta alla trasformazione della struttura azionaria, “the likelihood of unification should increase if the controlling shareholder has a smaller difference between control and cash flow rights [...] and if the expected decrease in private benefits after the unification is low. Since measuring the expected decrease in private benefits is difficult, we can assume that the loss of private benefits after the unification should be lower if the controlling shareholder had low private benefits to start with”⁶⁷.

Un altro fattore determinante per l’unificazione delle classi azionarie è la necessità del manager “capace” di proteggersi da eventuali scalate. Negli scorsi capitoli si è potuto constatare come, in realtà, fosse la struttura dual class lo strumento migliore per garantire una maggiore solidità e stabilità del controllo interno; questa convinzione, però, cessa di esistere se al comando di una società vi è un manager “capace” che non mette in atto comportamenti opportunistici e detiene bassi benefici privati (se non nulli). Infatti, se un’azienda ad azionariato diffuso diventa oggetto di scalata da parte di un soggetto “incapace” con alti vantaggi privati, il rischio è quello che avvenga il trasferimento del controllo anche se ciò comporta una distruzione del valore dell’azienda.

Come emerge dallo studio di Grossman e Hart (1987), “creating a class of shares with disproportionately high voting rights lowers the cost of obtaining control. [...] Shareholders are implicitly competing against the buyer by being unwilling to part with their votes unless they are compensated for the dividend claims that are associated with the votes. However, since the buyer receives a private benefit from control, he is willing to pay more per vote than a vote is worth to a single shareholder”⁶⁸. Il valore totale di un’impresa è dato dalla somma di un valore pubblico (y) e un valore privato (b); per dimostrare la veridicità di quanto affermato dai due studiosi, si assuma che la società ad azionariato diffuso abbia in circolazione il 50% di azioni

⁶⁷ Pajuste A. (2005), “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares, European Central Bank Working Paper.

⁶⁸ Grossman S. e Hart O. (1987), “One share-one vote and the market for corporate control”, Journal of Financial Economics.

di Classe A e il 50% di quelle di Classe B, $y(\text{incumbent capace})=200$, $b(i)=0$, $y(\text{rivale incapace})=180$ e $b(r)=15$. Con l'incumbent attuale ciascuna classe "vale" 100, mentre se lo scalatore riuscisse ad ottenere il controllo il valore si ridurrebbe e scenderebbe a 90. Tuttavia, lo scalatore, avendo benefici privati a disposizione, può offrire $101(90+11)$ per la classe di azioni con diritti di voto superiori, ovvero di più di quanto vale attualmente. In questo caso, il tipico azionista, ritenendosi non pivotale, trova conveniente accettare l'offerta e vende le proprie azioni, e allo stesso tempo lo scalatore ottiene un beneficio netto positivo ($15-11=4$). Dal momento che l'incumbent non può reagire, questa situazione porta ad un trasferimento del controllo che non sarebbe dovuto avvenire: infatti, gli azionisti in aggregato perdono (da 200 a $90+101=191$) e il valore dell'azienda si riduce. Se invece, l'azienda target avesse avuto la struttura azionaria one share one vote, l'incumbent capace sarebbe stato in grado di resistere, dal momento che il rivale avrebbe potuto al massimo offrire $180+15=195 (<200)$.

Dunque, risulta essere evidente come in determinate situazioni la dual class share permette il trasferimento del controllo nella direzione sbagliata, facilitando il trasferimento del controllo quando non dovrebbe esserci e impedendolo quando dovrebbe avvenire. Dunque, una società potrebbe decidere di procedere ad un'unificazione delle classi azionarie proprio per prevenire un'acquisizione che distrugga il valore dell'impresa da parte di uno scalatore incapace con elevati vantaggi privati del controllo.

Un altro fattore importante che può portare all'unificazione delle classi azionarie è la necessità di raccogliere capitale dall'esterno. Nello scorso capitolo, si è potuto constatare come una dual class recapitalization potesse essere lo strumento adatto per poter raccogliere outside equity e finanziare la crescita, facendo mantenere al maggiore azionista il controllo dell'impresa. Tuttavia, questa convinzione non è vera in ogni circostanza; come emerge nell'opera di Chemmanur e Jiao (2007), ci possono essere casi in cui una società con una struttura dual class può fare molta fatica a trovare nuovi investitori intenti a finanziare i propri progetti. Essi legano in parte l'emissione del capitale alla reputazione del management e della società in generale, la quale dipende fortemente dai risultati passati; si supponga che sia appena finito un primo periodo di tempo dove è stato portato a termine un progetto, e ne sta per iniziare un secondo in cui l'azienda ne vuole finanziare un altro raccogliendo dall'esterno il capitale necessario. Alla fine del primo periodo, gli investitori esterni vengono a conoscenza dei flussi di cassa del progetto portato a termine e giudicano l'operato del management in maniera positiva o negativa. I due studiosi affermarono che se il nuovo progetto è di entità simile a

quello del periodo precedente, un'azienda dual class, per ottenere nuovamente il capitale necessario a finanziare la sua crescita nel secondo periodo, dovrà unificare le due classi di azioni e procedere solo successivamente a fare l'aumento di capitale nel caso in cui la sua performance nel primo periodo è stata scarsa (reputazione bassa); d'altra parte, se le opportunità di crescita nel primo periodo sono state ben sfruttate e l'azienda ha avuto prestazioni elevate (reputazione alta), la società troverà facilmente nuovo capitale anche mantenendo invariato il suo assetto dual class. Sotto ipotesi simili, giunsero anche alla conclusione che una società single class possa effettuare una ricapitalizzazione dual class e poi procedere successivamente ad un aumento di capitale se il primo periodo è risultato un successo, mentre sarà costretta a mantenere la sua struttura azionaria se la performance è stata scarsa.

Come emerge sempre dalla loro opera, “If his firm has a single class SEO, and if the combination of the long-term value creation effect and the control benefits effect (which favor a dual class share structure) dominates the loss of discipline effect (which favors a single class share structure) at the talented incumbent’s revised reputation level, he will choose a dual class share structure for his SEO, and announces a share recapitalization”⁶⁹; viceversa, “if the firm’s first period cash flow was low, [...] the loss of discipline effect becomes significantly larger, while the long-term value creation effect becomes smaller [...] Therefore, the loss of discipline effect will now dominate the long-term value creation effect and the control benefits effect, in which case the talented incumbent, if his firm had a dual class IPO, will choose a single class share structure for his firm’s SEO, and announce a share unification”⁷⁰. Da queste dichiarazioni si nota come la struttura azionaria necessaria per ottenere finanziamenti da investitori esterni sufficienti dipenda fortemente dalle attività che sono state svolte nei periodi precedenti e dalla conseguente reputazione; se le prestazioni sono state basse e l'effetto negativo dettato dalla perdita di disciplina sovrasta quello positivo della creazione di valore a lungo termine, è necessario prima trasformare la propria struttura azionaria in una single class; se invece i motivi per cui è stata adottata una struttura dual class (crescita rapida e protezione della posizione dei manager in modo tale da portare avanti progetti a lungo termine profittevoli) rimangono validi e seguiti da prestazione di alto livello, si può procedere a effettuare l'aumento di capitale senza trasformare il proprio assetto. Queste convinzioni trovano riscontro anche nella realtà:

⁶⁹ Chemmanur T. J. e Jiao Y. (2007), “Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis”, Social Science Research Network.

⁷⁰ Chemmanur T. J. e Jiao Y. (2007), “Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis”, Social Science Research Network.

tendenzialmente, infatti, se la reputazione della dirigenza attuale è bassa, l'effetto dell'annuncio di un'unificazione delle azioni sarà positivo, mentre se essa è alta, l'effetto perderà gran parte del suo impatto.

La necessità di unificare le classi di azioni può sorgere anche in relazione all'età della società; è infatti ben noto come un'azienda dual class matura possa nascondere molti più rischi di arroccamenti manageriali rispetto alle imprese giovani. Come suggerito da Maury e Pajuste (2011), gli investitori esterni tenderanno, quindi, a finanziare i potenziali progetti dell'impresa in maniera molto minore, conferendo somme di denaro magari inferiori alle necessità. A causa di questa difficoltà nel reperire capitale aggiuntivo per le aziende mature, dunque, uno strumento che il management può utilizzare per finanziare i progetti futuri è proprio quello di unificare le classi di azioni, dando segnali al mercato delle proprie buone intenzioni: infatti, le unificazioni delle società mature sono viste in maniera alquanto positiva dal mercato. In sintesi, i due studiosi affermarono che se vi si presentano opportunità di ulteriore crescita e investimento, per gli azionisti di controllo potrebbe risultare più conveniente rinunciare ai benefici privati maggiori che la struttura dual class può offrire, in cambio dei potenziali flussi di cassa che si possono ottenere se si portano a termine tali investimenti.

Pajuste (2005), invece, si concentrò nel tentare di spiegare il fenomeno dell'unificazione prima di un aumento di capitale legandolo ai benefici privati e mettendosi nei panni del maggiore azionista. Lei suppose che ci fossero in circolazione 50 voting shares e 50 non voting shares, che l'azionista di controllo detenesse 30 delle prime e 10 delle seconde (60% dei voting rights e 40% cash flow rights), che il prezzo delle azioni con diritto di voto superiore fosse 1,10€, quello delle azioni con diritti di voto inferiori fosse 0,90€ e che un ipotetico prezzo delle azioni post-unificazione fosse 1,05€. In questo scenario, il maggiore azionista non sarebbe propenso ad unificare le classi di azioni dal momento che la sua ricchezza rimarrebbe invariata (escluse eventuali compensazioni); anzi, trasformando la struttura azionaria andrebbe incontro ad una diminuzione dei benefici privati che, per quanto possa essere piccola, renderebbe l'operazione non economicamente redditizia. Ora, si supponga che si presenti un'opportunità di investimento per l'azienda che deve essere finanziata con capitale esterno; si ipotizzi che il progetto richieda un investimento pari a 20 e che aumenterebbe il valore di 30. Se l'azienda effettuasse l'aumento di capitale dando agli azionisti un'opzione di acquisto, ciascuno di essi riceverebbe il diritto di acquistare nuove azioni proporzionalmente alla sua partecipazione esistente e al prezzo delle azioni esistente. I benefici del nuovo progetto sarebbero condivisi in

base alla partecipazione al capitale mentre i costi sarebbero suddivisi in base al prezzo di mercato attuale delle azioni. Poiché l'azionista di controllo ha più azioni con diritto di voto che azioni senza diritto di voto, la sua quota dei costi del progetto è superiore alla media. I suoi benefici, infatti, sarebbero pari a $(30 \cdot 0,4 = 12)$, mentre parteciperebbe ai costi per una cifra pari a $[(1,1 \cdot 0,30 + 0,9 \cdot 0,1) \cdot 20] = 8,4$, ottenendo un beneficio netto di 3,6. La ricchezza del maggiore azionista si attesterebbe al valore attuale (42) più il beneficio netto del nuovo investimento (3,6), per un totale di 45,6. Se invece si procedesse ad effettuare prima l'unificazione delle classi azionarie e poi l'aumento di capitale, la sua ricchezza totale sarebbe pari a 42 ($= 40 \cdot 1,05$) più 4 ($= 0,4 \cdot 10$), per un totale di 46. E' proprio qui che entrano in gioco i benefici privati del controllo; chiaramente, se il maggiore azionista possedeva una percentuale simile di azioni con e senza diritti di voto, il cosiddetto wedge tra proprietà e controllo risultava più esiguo e quindi i benefici privati del controllo che potevano essere estratti erano conseguentemente bassi: se la variazione dei vantaggi privati dopo l'unificazione è inferiore a 0,4, l'azionista di controllo ha interesse nell'unificare le azioni a due classi prima di emettere nuove azioni, altrimenti no. Come riporta la studiosa, dunque, da qui ci si ricollega al fatto che “the likelihood of unification should increase if the private benefits accruing to the controlling shareholder are low”⁷¹.

Un altro fattore che può spingere un'azienda ad unificare le classi di azioni è il potere dei media, e le conseguenti pressioni che questi esercitano sull'opinione pubblica: come scritto da Lauterbach e Pajuste (2014), infatti, “the media can serve as an instigator, identifying a problem or proposing a reform, and calling public attention to it”⁷². Nel corso del tempo, le società che presentavano una struttura dual class sono state oggetto di particolare attenzione da parte dei media, i quali hanno cercato di sottolineare e mettere in evidenza tutti i potenziali problemi che vengono associati a tale assetto. Generalmente, a causa della potenziale netta sproporzione fra i diritti di proprietà e di controllo posseduti dal maggiore azionista e del serio rischio di arroccamento manageriale, specialmente nelle aziende mature, la struttura azionaria a doppia classe è stata molte volte oggetto di critica e ritenuta dannosa per la reputazione delle aziende. Questa sproporzione fra i diritti posseduti dai soci di controllo non può far altro che generare diffidenza e alimentare sospetti, molte volte danneggiando la reputazione dell'azienda e attirando l'attenzione dei media, i quali hanno il grande potere di diffondere storie e

⁷¹ Pajuste A. (2005), “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares, European Central Bank Working Paper.

⁷² Lauterbach B. e Pajuste A. (2014), “Voluntary Dual Class Share Unifications - a Mixed Bag of Governance Improvements and Shareholder Expropriation”, Social Science Research Network.

preoccupazioni a riguardo. Uno degli asset di base di una società è la sua immagine pubblica: questa è talmente tanto importante che molte aziende creano delle agenzie che si occupano delle relazioni pubbliche, cercando di comunicare con clienti, partner commerciali e investitori, diffondendo il più possibile informazioni positive in modo tale da preservare il valore della loro reputazione. Nella realtà, la pressione mediatica e le critiche verso le aziende dual class non sono costanti nel tempo, bensì presentano periodi di picco (magari in seguito a determinati scandali) e periodi di calo. Durante i primi, come dimostrato dai due studiosi, i costi reputazionali per le imprese aumentano considerevolmente: per limitare e ridurre tale danno alla propria immagine pubblica, molte società decidono di porre rimedio unificando le due classi azionarie, eliminando così il wedge fra voting e cash flow rights. I soci di controllo, inizialmente, devono rinunciare ai benefici privati di cui godevano con la struttura dual class, ma successivamente traggono vantaggio da tale unificazione grazie alla diminuzione dei costi reputazionali e all'aumento del valore dell'azienda, che si riflette nell'aumento anomalo dei prezzi delle azioni. In sintesi, i media hanno un ruolo molto importante nel mettere in luce dei particolari problemi e nel mettere pressione al management, inducendo quest'ultimo ad avviare riforme di corporate governance come l'unificazione, la quale può risultare un evento vantaggioso sia per gli azionisti pubblici sia per i soci di controllo, contribuendo a ridurre i benefici privati e a correggere alcuni comportamenti scorretti.

Infine, un altro motivo che induce i soci di controllo ad unificare le classi azionarie è la possibilità di uscire da un indice di Borsa, la quale genera molta preoccupazione nei manager dal momento che influenza la valutazione aziendale; infatti, ci sono molti studi che riscontrano degli abnormal returns positivi nel caso di entrata e negativi nel caso di uscita da un indice. Betzer, Bongard e Goergen (2012) affermarono che maggiore è il potere di voto dell'azionista di maggioranza e maggiori sono i benefici privati che può estrarre, minore è la propensione dello stesso a porre rimedio alla possibile uscita dall'indice di Borsa: se da un lato la valutazione dell'azienda potrebbe un po' diminuire in seguito ad abnormal returns negativi, dall'altro colui che controlla l'impresa continuerebbe a godere dei benefici privati derivanti dalla separazione fra proprietà e controllo, i quali diminuirebbero inevitabilmente se si procedesse all'unificazione delle due classi. Nel caso in cui i benefici privati fossero piccoli, la perdita dell'appartenenza all'indice risulta essere più grave e invoglierebbe maggiormente i soci di controllo ad eliminare la seconda classe azionaria. In ogni caso, la probabilità che un large shareholder che detiene il 40% dei diritti di voto unifichi le due classi azionarie in presenza di

tale pericolo risultano essere molto maggiori rispetto allo scenario in cui egli non percepisse la possibilità di uscire dall'indice: se nel primo caso, infatti, è pari al 35,1%, nel secondo caso è uguale soltanto all'11,3%, dimostrando come tale fattore influenzi in maniera considerevole la scelta di unificazione. Come scritto dai tre studiosi, “firms are more likely to drop out of their index if their shares have been performing badly relative to their index”⁷³ e se vi sono cambi regolamentari che non permettono più di mantenere l'assetto dual class o di raccogliere nuovo capitale esterno emettendo azioni con diritto di voto inferiore. Nel corso del tempo, di questi cambiamenti ce ne sono stati parecchi: ad esempio, nel 1989 il Tel Aviv Stock Exchange (TASE) vietò la possibilità alle aziende di emettere nuove azioni con voto limitato, oppure nel 2000 la Deutsche Börse annunciò cambiamenti che misero in pericolo la permanenza nell'indice delle società con più di una classe di azioni. Evidenze empiriche hanno dimostrato come questi annunci siano seguiti da incrementi nella valutazione di queste società, dal momento che il mercato si aspettava che, pur di non uscire dall'indice, queste avrebbero portato a termine l'unificazione delle classi azionarie. In conclusione, bisogna sottolineare come, se da un lato la possibile uscita dall'indice risulta essere un motivo per cui il management procede ad unificare le due classi di azioni, non ci sono, invece, evidenze che la possibilità di entrare in un indice influenzi le probabilità che avvenga tale evento.

3.3 Conseguenze dell'unificazione

Innanzitutto, quando si procede ad un'unificazione si elimina il wedge fra i diritti di voto e quelli patrimoniali: il principio one share one vote, infatti, conferisce il potere di voto a ciascun azionista proporzionalmente alle azioni da lui possedute. Generalmente, colui che detiene la maggioranza possiede tante azioni con diritti di voto superiore e poche di quelle di classe inferiore: a parità di partecipazione azionaria, post-unificazione, il suo potere di voto risulterà tanto inferiore rispetto a prima quanto più era maggiore la sua differenza tra voting e cash flow rights. Evidenze empiriche hanno effettivamente dimostrato la diminuzione del potere del *large shareholder*: ad esempio, come emerge dallo studio di Pajuste (2005), nel campione di aziende da lei analizzato, i suoi diritti di voto passavano da essere pari al 39% pre-

⁷³ Betzer, A., van den Bongard, I. e Goergen, M. (2012), “Index membership vs. loss of control: The unification of dual class shares”, Cardiff University.

unificazione ad essere uguali al 23% dopo tale evento. Da sottolineare come tale calo drastico non era dovuto alla vendita di azioni, bensì soltanto all'eliminazione della seconda classe azionaria. L'allineamento tra il controllo e la partecipazione azionaria, come spiegato anche precedentemente, permette di far combaciare maggiormente gli interessi tra il grande azionista e quelli di minoranza; se prima colui che deteneva la maggioranza poteva incanalare le decisioni dell'azienda su binari a lui favorevoli pur detenendo una quota più esigua di diritti patrimoniali, post-unificazione tale potere risulta essere sicuramente minore. Se prima, quindi, poteva godere di benefici privati ad un costo tutto sommato basso, data la sua partecipazione azionaria non troppo elevata, ora, dati i suoi diritti di voto diminuiti, non avrà lo stesso margine di manovra per poter compiere atti opportunistici a spese degli azionisti di minoranza.

Una seconda conseguenza delle unificazioni è la riduzione del costo del capitale per l'azienda; quest'ultimo "è rappresentato dai costi di finanziamento che una società deve pagare quando ottiene denaro in prestito o utilizza finanziamenti azionari. In genere è rappresentato come tasso di interesse annuale"⁷⁴. Come scritto da Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004), il costo del capitale diminuisce poiché viene totalmente ridotto (se non eliminato) il rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza nel caso avvenga un trasferimento del controllo. Questi, sentendosi maggiormente protetti, aumentano la loro domanda di azioni e allo stesso tempo sono disposti ad ottenere anche un rendimento minore; in questo modo, le imprese hanno una maggior facilità nel raccogliere capitale dall'esterno e lo fanno ad un costo più basso. A sua volta, questa riduzione del costo del capitale per richiedere finanziamenti, indurrà le società ad offrire maggiormente azioni. Di conseguenza, il *market-to-book ratio* tenderà ad aumentare dopo l'unificazione come effetto del minore costo del capitale, riflesso dall'incremento positivo del prezzo delle azioni.

La riduzione del costo del capitale rende interessante analizzare la liquidità delle azioni, prima e dopo l'unificazione. Le azioni con costi di transazione maggiori, ad esempio quelle caratterizzate da una minore liquidità, devono offrire rendimenti lordi più elevati se si vuole garantire uno stesso rendimento netto agli investitori. Inoltre, coloro che detengono azioni con costi di transazione maggiori, generalmente, tendono a mantenerle in portafoglio per un periodo di tempo più grande. Come già accennato nello scorso capitolo, i bid-ask spreads possono essere utilizzati come una misura della liquidità del titolo. Infatti, "la dimensione del bid-ask spread di un determinato asset differisce da quello di un altro principalmente a causa della differenza

⁷⁴ <https://www.consultingitaliagroup.com/blog/articolo/costo-del-capitale/>

nella liquidità di ciascun asset. Lo spread bid-ask è di fatto una misura della liquidità di mercato. Alcuni mercati sono più liquidi di altri, e ciò dovrebbe riflettersi in spread più stretti”⁷⁵. Evidenze empiriche hanno dimostrato come il bid-ask spread delle azioni post-unificazione fosse significativamente minore di quello delle due classi di azioni prima di tale evento: Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004), analizzando il loro campione di aziende, trovarono che il bid-ask spread delle azioni senza e con diritto di voto fossero, in media, pari a 1,5194% e a 1,7718%, mentre dopo l’unificazione il valore scendeva a 1,1863%. Gli spread per le azioni con diritto di voto prima e dopo l’unificazione differiscono significativamente al livello del 10%; questa conclusione poteva essere dedotta anche dalla pratica: prima di tale evento, le azioni con diritto di voto superiore garantivano al possessore dei vantaggi superiori, permettendo al maggiore azionista di incanalare le decisioni dell’azienda pur investendo una quantità di denaro all’interno dell’azienda non eccessivamente elevata. Dato questo vantaggio, il valore di queste azioni era molto elevato, e questa loro preziosità faceva sì che chi le possedeva se le teneva particolarmente strette. Inoltre, le azioni con diritti di voto superiori sono meno liquide rispetto alle azioni con diritti di voto inferiori anche perché, come emerge dallo studio di Pajuste (2005), “large part of these shares can be hold in a block and not traded or these shares are not listed at all”⁷⁶. Dopo l’unificazione tutte le azioni danno gli stessi diritti di voto, non vi è più una categoria più preziosa dell’altra, e quindi gli azionisti sono propensi a fare anche maggiori operazioni di trading, rendendo il titolo maggiormente liquido.

Infine, dal momento che l’unificazione delle classi azionarie permette di eliminare la discrepanza fra cash flow e voting rights del maggiore azionista, riducendo il potere di quest’ultimo e la quantità di benefici privati che può estrarre, il mercato reagisce in maniera altamente positiva ad annunci in cui si dichiara l’eliminazione della seconda classe, e ciò si riflette sul prezzo delle azioni che, mediamente, tende ad aumentare molto. In seguito ad un’unificazione le azioni di Classe B acquisiscono diritti di voto e perdono eventuali dividendi preferenziali, mentre le azioni di Classe A perdono il loro maggiore potere in termini di diritti di voto ma possono guadagnarci sui dividendi, dal momento che non sono più subordinati a quelli delle azioni con voto limitato, e sulla maggiore liquidità dei loro titoli. Evidenze

⁷⁵ <https://www.investopedia.com/terms/b/bid-askspread.asp#:~:text=A%20bid%2Dask%20spread%20is,seller%20is%20willing%20to%20accept.>

⁷⁶ Pajuste A. (2005), “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares, European Central Bank Working Paper.

empiriche hanno dimostrato che il prezzo delle azioni con bassi diritti di voto aumenta più del valore delle azioni con alti diritti di voto (che spesso diminuisce) quando un'azienda annuncia l'unificazione, questo perché il guadagno degli azionisti che possiedono azioni con voto limitato risulta essere maggiore di quello degli altri azionisti.

In conclusione, come scritto da Pajuste (2005), “dal punto di vista teorico, il valore di mercato totale di un'azienda dovrebbe aumentare dopo l'unificazione perché il costo del capitale diminuisce a causa di una maggiore liquidità, di una base di investitori più ampia e di un minore rischio di espropriazione”⁷⁷. È stato ampiamente dimostrato in passato come la liquidità è influenzata positivamente dalla protezione degli investitori: quest'ultimi tendono a percepire l'unificazione come un evento che massimizza il valore per gli azionisti e si sentono più sicuri ad investire nella società. La valutazione, quindi, tende ad aumentare poiché è meno probabile che parte del denaro venga preso dai soci di controllo e dirottato su attività marginali per scopi personali. Specialmente per una dual class matura, quindi, questo evento potrebbe essere un modo efficiente per risolvere alcuni problemi di agenzia che possono gravare molto sulla valutazione aziendale, dal momento che comportano elevati costi. Inoltre, il valore della società per un'impresa che unifica le classi azionarie tende ad aumentare anche perché vi è una maggiore condivisione del rischio: chi è al comando di un'impresa single class è maggiormente coinvolto economicamente rispetto che in una dual class, e ciò gli fa prendere decisioni ponderate e utili per massimizzare il valore aziendale, perseguendo così gli interessi sia suoi sia degli azionisti di minoranza. Infine, tale evento permette anche a una dual class matura di raccogliere capitale dall'esterno per finanziare determinati investimenti in caso di mancanza di liquidità; l'unificazione in questo caso è necessaria per segnalare le proprie buone intenzioni e permette di non perdere opportunità di investimento che consentano ulteriormente di crescere.

3.4 Evoluzione del potere di voto

Come si è potuto constatare precedentemente, l'unificazione delle classi azionarie, generalmente, comporta una diluizione del potere dell'azionista di maggioranza; nella maggior

⁷⁷ Pajuste A. (2005), “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares, European Central Bank Working Paper.

parte delle volte, infatti, prima di tale evento egli possiede principalmente le azioni che conferiscono diritti di voto maggiori, in modo tale da poter prendere decisioni senza dover per forza investire una quantità di denaro cospicua. Quando si procede con l'unificazione, questa discrepanza fra diritti di voto e patrimoniali cessa di esistere, le azioni che prima erano di Classe B assumono maggior valore e, salvo futuri riacquisti di azioni, i suoi diritti di voto scendono, allineandosi con quelli patrimoniali. Quindi, egli si troverebbe costretto a dover acquistare più azioni se volesse tornare ad avere lo stesso potere di voto che aveva precedentemente.

Tuttavia, evidenze empiriche hanno dimostrato che l'evoluzione del potere di voto del maggiore azionista da prima a dopo l'unificazione non è uguale in tutti i casi; infatti, si è potuto notare come tale andamento risulta essere sostanzialmente diverso in base allo scenario che si analizza, ovvero se tale evento avviene in maniera "forzata" oppure "volontaria"⁷⁸.

Lauterbach e Yafeh (2010) studiarono un campione di società israeliane, le quali dovettero decidere se cambiare o meno la propria struttura azionaria in seguito ad un cambio del regolamento del Tel Aviv Stock Exchange: a causa di questa forzatura atta a promuovere le società single class in Israele, molte imprese unificarono le loro classi azionarie. I due studiosi notarono due elementi chiave:

- un aumento del potere di voto dei soci di controllo prima dell'unificazione.
- una graduale e parziale "ripristino" del potere di voto dei soci di controllo dopo l'unificazione.

Queste unificazioni forzate, chiaramente, non vengono portate a termine da un giorno all'altro; è possibile, dunque, che il maggiore azionista abbia il tempo di mettere in atto delle azioni che gli consentano di non perdere la propria posizione di vantaggio nei confronti degli altri azionisti. Come si può notare dalla Figura 20, un comportamento ricorrente quando si analizza questa tipologia di trasformazione della struttura azionaria è l'aumento del potere di voto dei soci di controllo precedentemente all'evento. Prevedendo la necessità di unificare le classi di azioni, spesso i soci di controllo si sono preparati ex-ante in modo tale da evitare la drastica diminuzione del proprio potere, aumentando i loro voting rights. Chiaramente, questo loro incremento dei diritti di voto era seguito anche da un aumento di quelli patrimoniali, poiché

⁷⁸ Con "forzata" si intende un'unificazione che è stata resa obbligatoria, ad esempio in seguito a cambiamenti del regolamento di un indice di Borsa, mentre un'unificazione si dice "volontaria" se portata a termine per migliorare esclusivamente i propri meccanismi di corporate governance, senza doppi fini o pressioni dall'esterno.

si sono trovati costretti a comprare ulteriori azioni. Oltre ad aumentare il proprio potere di voto ex-ante, i soci di controllo hanno anche frequentemente comprato azioni con diritti di voto inferiori: con questo loro comportamento strategico, essi hanno cercato di minimizzare i “costi” che avrebbero dovuto sopportare con l’unificazione, comprando quindi azioni con voto limitato ad un costo minore sapendo che successivamente sarebbero state trasformate in azioni ordinarie.

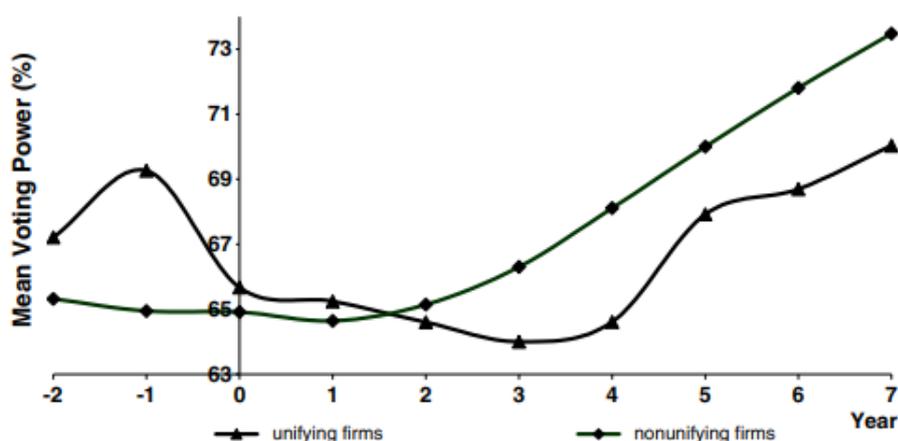


Figura 20: Percentuale dei diritti di voto media posseduta dal maggiore azionista nel corso del tempo per le aziende che nell’anno 0 hanno portato a termine l’unificazione delle classi azionarie e per quelle che non lo hanno fatto. [Fonte: Lauterbach e Yafeh (2010)].

Subito dopo l’unificazione, inevitabilmente, il loro potere di voto è un po’ sceso; questo è ovviamente dovuto al fatto che essi detenevano molte più azioni con diritto di voto superiore che quelle con voto limitato: maggiore era la loro discrepanza fra cash flow e voting rights, maggiore è stato il calo. Tuttavia, i soci di controllo delle imprese che si sono unificate, avendo aumentato la loro percentuale dei diritti di voto ex-ante, successivamente a tale evento, si sono ritrovati ad avere un potere di voto che ha permesso loro di continuare a gestire l’azienda in totale tranquillità; grazie a questo stratagemma, infatti, la percentuale dei loro diritti di voto, nella finestra temporale [-2,+3], era diminuita soltanto di circa 3 punti percentuali, passando dal 67,2% al 64%. A partire dal terzo anno dopo l’unificazione, nel campione analizzato da Lauterbach e Yafeh (2010), si osserva un’inversione di tendenza, con il potere di voto che tende di nuovo ad aumentare. Le interpretazioni che si possono dare a questo fenomeno sono molteplici: può esserci la volontà dei soci di controllo di riacquistare totalmente l’influenza nelle assemblee che avevano prima della trasformazione della struttura azionaria (anche se apparentemente, dato il grande potere, variazioni così piccole non sembrano così importanti da cambiare qualcosa), può essere un meccanismo di protezione contro eventuali future diluizioni

delle partecipazioni tramite offerte pubbliche di vendita (SPO) oppure, dato il comportamento analogo delle società che non si sono unificate, può essere semplicemente una tendenza generale del mercato dettata dal fatto che in quegli anni i rendimenti delle azioni erano molto bassi, motivo per cui i soci di controllo hanno accumulato azioni della società, come spesso accade durante i periodi di recessione.

Al contrario, tali comportamenti dei soci di controllo antecedenti all'unificazione non sono presenti (o comunque sono rare eccezioni) se si analizzano quelle che sono portate a termine in maniera volontaria: Lauterbach e Pajuste (2014), come si può notare dalla Figura 21, mostrarono come, nel loro campione, il potere di voto del maggiore azionista non aumentava prima che venissero unificate le classi azionarie, mentre la sua perdita post-unificazione persisteva, facendo così calare considerevolmente l'influenza dello stesso all'interno dell'azienda. Molto cospicua, infatti, risulta essere la perdita dei diritti di voto del maggiore azionista: considerando l'orizzonte temporale $[-2,+2]$, la percentuale dei diritti di voto da lui posseduta è passata dal 48,2% al 33,1%. Dato il carattere volontario di queste unificazioni, come si può notare ampliando maggiormente l'orizzonte temporale fino a sette anni dopo tale evento, non si riscontra neanche un significativo acquisto di altre azioni post-unificazione del maggiore azionista per poter tornare ad avere un'influenza e un potere di voto maggiori. Tutto ciò non deve sorprendere, bensì mette proprio in evidenza la principale differenza che intercorre fra queste due tipologie di unificazioni, ovvero il maggior decremento dei diritti di voto di colui che è al comando.

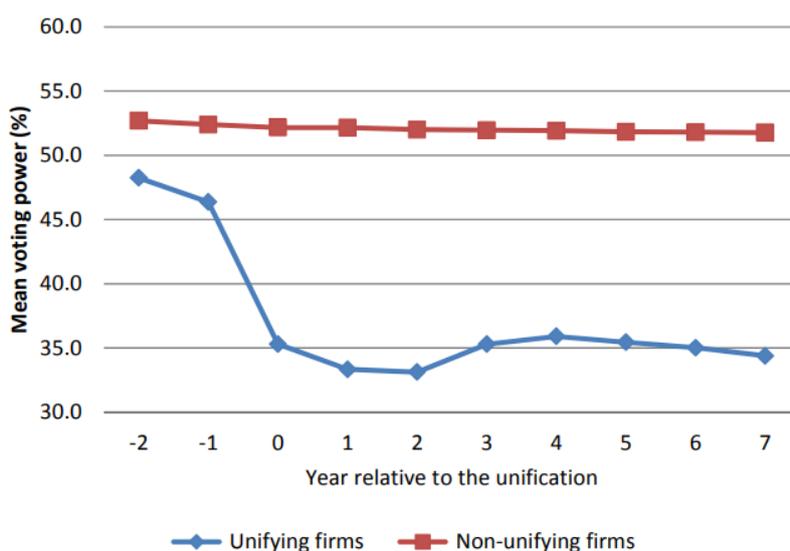


Figura 21: Percentuale media dei diritti di voto posseduta dal maggiore azionista sia per le aziende che nell'anno 0 hanno unificato le classi azionarie sia per quelle che non lo hanno fatto. [Fonte: Lauterbach e Pajuste (2014)].

In conclusione, si può affermare come in ogni caso l'eliminazione della discrepanza tra cash flow e voting rights e la perdita più o meno grande del potere di voto dei soci di controllo suggeriscono un miglioramento significativo della governance aziendale dopo l'unificazione. Risulta essere evidente, però, che persuadere le aziende a trasformare la propria struttura azionaria volontariamente porta a miglioramenti nella governance più persistenti rispetto allo scenario in cui le si costringono a farlo. In quest'ultimo caso, infatti, i soci di controllo delle aziende, pur facendo ciò che sono spinti a fare, ovvero trasformarsi in single class, possono mettere in atto comportamenti strategici antecedenti a tale evento al limite della legalità. Da qui nasce il paradosso dell'unificazione: evento portato a compimento per massimizzare il valore degli azionisti che però, in alcuni casi, può portare a comportamenti atti ad espropriare gli azionisti di minoranza. Come scritto da Bigelli (2004), infatti, sono numerosi i casi in cui "majority shareholders hedge or even take advantage of such unifications by engaging in the following activities some months before the unification decision: buying relevant blocks of nv-shares, selling voting shares or approving stock options plans on nv-shares"⁷⁹. Da sottolineare, però, come tali eventi sono accaduti anche durante le unificazioni volontarie; tuttavia, evidenze empiriche mostrano come i soci di controllo si comportino in maniera maggiormente corretta quando decidono di unificare le classi di azioni in maniera volontaria.

3.5 Lato oscuro delle unificazioni

Negli scorsi paragrafi si è potuto constatare che i benefici derivanti da un'unificazione delle classi azionarie sono molteplici: generalmente si aumenta il valore dell'azienda, si facilita la raccolta di capitale, si migliora potenzialmente l'immagine pubblica e si aumenta la liquidità delle azioni. L'eliminazione della discrepanza tra cash flow e voting rights tende a ridurre i benefici privati che possono essere estratti dal principale azionista e aumenta la condivisione del rischio.

Tuttavia, in alcuni casi, questi avvenimenti possono nascondere dei comportamenti dei soci di controllo che in qualche modo si rivelano opportunistici, tendendo ad espropriare gli azionisti di minoranza. Se da un lato, infatti, l'unificazione di aziende dual class mature

⁷⁹ Bigelli M. (2004), "Dual Class Stock Unifications and Shareholders' Expropriation", Social Science Research Network.

presenta molto raramente degli aspetti negativi, dall'altro ci possono essere casi, prevalentemente quando si deve portare a termine questa trasformazione in maniera forzata oppure quando si procede con un'unificazione volontaria senza compensazione per i soci di controllo, in cui il lato oscuro di questo evento emerge in maniera meno rara. Bigelli (2004) attira proprio l'attenzione su quest'ultimo caso, mettendo in evidenza che, dal momento che l'azionista di maggioranza è danneggiato poiché perde il proprio privilegio senza venire neanche compensato, è possibile che lo stesso cerchi di trarne vantaggio in maniera alternativa.

I principali lati negativi di un'unificazione si possono principalmente dividere in due categorie: da un lato possono esserci vendite massicce di azioni nel periodo post-unificazione da parte dei soci di controllo soltanto per sfruttare l'incremento considerevole dei prezzi, trasferendo molta ricchezza nelle loro tasche, dall'altro possono essere messe in atto strategie di insider trading pre-unificazione.

3.5.1 Forma di espropriazione della ricchezza

Come detto precedentemente, generalmente, il mercato tende a reagire positivamente in seguito ad annunci di unificazione e ciò si riflette sul prezzo delle azioni che tende ad aumentare. Come scritto da Lauterbach e Pajuste (2014), “sembra che l'unificazione abbia generato un'euforia pubblica che ha indotto un picco nella valutazione di mercato dell'azienda nell'anno +1 (dove l'anno 0 è l'anno di calendario dell'unificazione). Le unificazioni volontarie sono probabilmente state percepite come una riforma importante della governance aziendale e come un cambiamento significativo nell'atteggiamento dell'azienda e dei suoi azionisti di controllo nei confronti dei piccoli azionisti pubblici”⁸⁰. Evidenze empiriche hanno dimostrato come, mediamente, la valutazione di mercato dell'azienda raggiunge un picco nell'anno successivo all'unificazione, raggiungendo valori fin troppo eccessivi. Da sottolineare come questa *over-reaction* negli anni sia diminuita sempre più: inizialmente, infatti, gli investitori ritenevano questa riforma di corporate governance molto più importante di quanto già lo fosse, innescando un aumento iniziale dei prezzi spropositato.

⁸⁰ Lauterbach B. e Pajuste A. (2014), “Voluntary Dual Class Share Unifications - a Mixed Bag of Governance Improvements and Shareholder Expropriation”, Social Science Research Network.

Dato che l'azionista di controllo presumibilmente è a conoscenza di questo incremento dei prezzi, nel momento in cui il valore di mercato della società tende ad essere decisamente gonfiato, egli può andare incontro ad un'opportunità di tunneling. Colui che è al comando, infatti, può decidere di diluire la propria partecipazione e vendere delle sue azioni ad azionisti di minoranza: come scritto sempre dai due studiosi, questo comportamento "expropriates wealth from the public and transfers it to controlling shareholders"⁸¹. Se il maggiore azionista inizia a vendere le sue azioni, si entra in una fase di disincanto durante la quale ci si inizia a rendere conto del suo comportamento poco corretto: tutto ciò limita notevolmente la bontà e i benefici di tale trasformazione della struttura azionaria, riducendo in maniera considerevole i guadagni a lungo termine indotti da tale evento e facendo scendere pian piano la valutazione della società.

Una possibile espropriazione può essere fatta non solo nei confronti degli azionisti di minoranza, bensì anche verso un altro gruppo di controllo; il maggiore azionista, infatti, può decidere anche di vendere l'intero blocco ad un altro investitore sempre nel periodo in cui i prezzi sono gonfiati: in questo caso, colui che sale al comando della società, lo fa ad un costo eccessivamente alto. Tuttavia, questo trasferimento del controllo può anche danneggiare gli azionisti di minoranza: nonostante la struttura single class, infatti, dato il suo alto prezzo d'acquisto, il nuovo gruppo di controllo tenderà di estrarre più benefici privati possibili.

In sintesi, è possibile che l'azionista di maggioranza, sapendo che il prezzo della società indotto da questa trasformazione della struttura azionaria aumenta dopo tale evento e supera quello che si può considerare equo, sfrutti questa discrepanza per trarne profitto, a scapito degli azionisti di minoranza o di un altro gruppo di controllo. Infatti, la perdita economica risulta essere evidente in coloro che hanno acquistato azioni post-unificazione dal maggiore azionista a prezzi gonfiati, dal momento che successivamente il valore dell'impresa tenderà di nuovo a scendere e a riallinearsi al suo valore reale.

In conclusione, si può dunque affermare che le unificazioni in cui gli azionisti di maggioranza vendono una parte o la totalità delle loro azioni entro un anno da tale evento, nascondono una forma di espropriazione e generano minori guadagni a lungo termine per quanto riguarda la valutazione della società. Evidenze empiriche hanno dimostrato, infatti, che i guadagni delle imprese post-unificazione dove i maggiori azionisti hanno diluito le proprie

⁸¹ Lauterbach B. e Pajuste A. (2014), "Voluntary Dual Class Share Unifications - a Mixed Bag of Governance Improvements and Shareholder Expropriation", Social Science Research Network.

quote sono più bassi rispetto a quelli delle società in cui tale decremento di quote da parte degli azionisti di maggioranza non c'è stato, arrivando ad avere valutazioni minori. Il mercato sembra perdere la fiducia in queste aziende e conseguentemente tutti i guadagni iniziali iniziano a svanire pian piano.

Questa ipotesi di espropriazione, tuttavia, potrebbe essere contestata: come scritto da Lauterbach e Pajuste (2014), si potrebbe sostenere che qualsiasi trader razionale e lucido venderebbe azioni e diluirebbe la propria partecipazione nel momento in cui i prezzi sono alle stelle. L'azionista di maggioranza, potendolo assimilare come uno di essi, non dovrebbe essere quindi biasimato se iniziasse a vendere le proprie azioni nel picco massimo dei prezzi post-unificazione. Se da un lato questa contestazione può essere plausibile, dall'altro vari studiosi hanno trovato molto difficile spiegarla in maniera convincente ed esaustiva; se si considera un ampio orizzonte temporale, le eccessive reazioni del mercato scompaiono: secondo l'ipotesi di vendita razionale delle proprie azioni, i guadagni complessivi sulla valutazione dovrebbero essere più o meno uguali sia nelle aziende in cui il maggiore azionista vende le proprie azioni sia in quelle in cui egli non lo fa. Tuttavia, evidenze empiriche hanno dimostrato ampiamente come la differenza di valutazione fra queste aziende sia statisticamente significativa. L'ipotesi di vendita razionale indotta da un eccesso di reazione da parte del maggiore azionista, dunque, non riesce a spiegare come mai si verifichi un deprezzamento così elevato del valore dell'impresa.

In conclusione, si può affermare come l'ipotesi di espropriazione sia più coerente con le evidenze empiriche e attualmente più valida; gli investitori pubblici, considerano questi atti come una sorta di tunneling finanziario e perdono la loro fiducia nei confronti dell'azionista di controllo. Questo sfruttamento induce paura negli investitori di minoranza e deprezza il valore di mercato della società nel lungo termine, dando l'impressione che gli effetti positivi legati al miglioramento della governance aziendale in seguito all'unificazione siano compensati dalle ripercussioni negative dettate dai comportamenti del maggiore azionista atti ad espropriare gli altri.

3.5.2 Insider trading

È stato ampiamente dibattuto come il maggiore azionista, in una società con struttura dual class, detenga prevalentemente le azioni con diritto di voto superiore, avendo mediamente un wedge fra diritti di voto e patrimoniali significativo: quando vengono portate a termine le unificazioni, maggiore sarà questa sua discrepanza maggiore sarà la sua diluizione del potere di voto. Escludendo per ora eventuali compensazioni ai maggiori azionisti o cifre da pagare per convertire le proprie azioni, dal momento che con questa trasformazione della struttura azionaria tutte le azioni avranno poi lo stesso diritto di voto, è chiaro come il maggior beneficio ce l'hanno gli azionisti che prima detenevano le azioni con diritto di voto limitato. Quest'ultimi, inoltre, hanno anche un notevole beneficio patrimoniale poiché il prezzo delle loro azioni dopo l'evento, avendo un valore maggiore a causa dei maggiori diritti che gli sono stati conferiti, risulta essere molto più elevato rispetto a prima dell'unificazione: come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), più è grande lo sconto con cui le azioni di Classe B vengono scambiate antecedentemente a tale evento rispetto a quelle di Classe A, più l'incremento di prezzo delle azioni (che prima erano) di Classe B è elevato. È quindi importante sottolineare che se le azioni senza diritto di voto rappresentano una grande frazione del capitale totale, la diminuzione del valore del diritto di voto danneggerà ancor di più gli azionisti che possedevano azioni di Classe A.

Negli scorsi paragrafi, ovviamente, si è messo in luce come i pregi delle unificazioni siano molteplici anche per l'azionista di maggioranza; tuttavia, viene spontaneo chiedersi e indagare se quest'ultimo possa mettere in atto prima dell'unificazione dei comportamenti che gli permettano di non perdere tutto questo potere, andando incontro ad una diluizione del suo potere di voto minore e a danni patrimoniali iniziali meno notevoli. Evidenze empiriche mostrano proprio come in determinati casi, specialmente quando il voting premium è elevato e non vi è compensazione per coloro che detengono azioni di Classe A, vi è il rischio che possano essere portate a termine attività di *insider trading*. Con tale termine si intende “la compravendita di strumenti finanziari da parte di un insider, cioè di una persona che, in virtù della posizione che ricopre, è a conoscenza di informazioni privilegiate che vengono appunto utilizzate per ottenere un profitto. [...] L'Insider Trading consiste quindi nel porre in essere operazioni su strumenti finanziari sulla base di informazioni chiave prima che esse divengano di pubblico

dominio”⁸². Sia come trovato da Bigelli (2004) sia da Lauterbach e Yafeh (2010), è possibile che il maggiore azionista, avendo intenzione di procedere con l’unificazione delle classi azionarie per vari motivi, acquisti un blocco di azioni senza diritto di voto nei mesi precedenti all’annuncio della futura unificazione, in modo tale da limitare la propria diluizione del potere di voto e per guadagnarci anche a livello economico, dal momento che le acquista ad un valore molto basso rispetto a quello che pensa possa essere raggiunto post-unificazione.

In conclusione, tale acquisto di azioni senza diritto di voto a un forte sconto prima che gli outsiders vengano a conoscenza della decisione di unificarsi, risulta essere un altro comportamento che viene messo in atto dal maggiore azionista per estrarre ricchezza dagli azionisti di minoranza a proprio vantaggio: post-unificazione il loro valore aumenterà notevolmente e permetterà al maggiore azionista di compensare l’effetto negativo sulla ricchezza delle azioni con diritto di voto. Gli azionisti di minoranza che hanno venduto le loro azioni di Classe B pensando magari di fare anche un affare, invece, ci perdono notevolmente dal momento che da lì a poco avrebbero potuto essere in possesso di azioni da un valore molto più alto di quello attuale.

3.6 Effetto totale di un’unificazione: un semplice modello

Quando vi è differenza di prezzo fra le azioni con e senza diritto di voto, l’annuncio dell’unificazione, tendenzialmente, porta ad una convergenza dei prezzi; come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), l’entità di queste variazioni dei valori dipende sia dalle quantità di azioni di Classe A e B presenti in circolazione, sia da possibili compensazioni offerte per poter procedere alla conversione.

Prima di procedere, è bene sottolineare come, in questo paragrafo, con 0 si intende il periodo temporale antecedente all’unificazione, mentre con 1 quello immediatamente dopo tale evento. Per semplicità, inoltre, verrà analizzata una trasformazione della struttura azionaria che prevede la trasformazione di una azione di Classe B in una azione di Classe A (unificazione 1:1).

⁸² <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/insidertrading.htm>

Innanzitutto, come emerge nell'opera dei tre studiosi, "il valore di un'azione senza diritti di voto può essere definito come il valore attuale dei suoi futuri dividendi attesi"⁸³: esso, quindi, corrisponde al cash flow right (CF_{nv,0}). D'altra parte, il valore di un'azione con diritto di voto è dato dalla somma sia del suo cash flow right (CF_{v,0}) sia del suo voting right (VR₀); queste azioni, generalmente, dal momento che possiedono il diritto di voto, hanno un diritto al dividendo che è minore di quello delle azioni senza diritto di voto: si viene quindi a creare una differenza nel cash flow pari a $\Delta CF = CF_{nv,0} - CF_{v,0}$, la quale può essere più o meno grande a seconda dei casi. Assumendo un *risk-free discount rate*, la differenza fra i cash flow può essere rappresentata come il valore attuale di una rendita perpetua, in cui il flusso di cassa è dato dal dividendo extra che viene pagato ai proprietari di azioni senza diritto di voto,

$$\Delta CF = \frac{M\% * Par}{r_f}$$

con M% = dividendo extra pagabile a un'azione senza diritto di voto come percentuale del suo valore nominale, Par = valore nominale e r_f = tasso di interesse privo di rischio a lungo termine.

Per quanto riguarda le azioni con diritto di voto, è possibile calcolare il loro voting right come la differenza fra il loro prezzo e il loro cash flow right: $VR_0 = P_{v,0} - CF_{v,0}$. È ora così possibile calcolare la capitalizzazione totale di mercato dell'impresa, tenendo separati il valore dei voting e dei cash flow rights:

$$TCF_0 = CF_{nv,0} \times N_{nv,0} + CF_{v,0} \times N_{v,0}$$

$$TVR_0 = VR_0 \times N_{v,0}$$

con TCF₀ = totale dei cash flow rights di tutte le azioni prima dell'annuncio dell'unificazione, TVR₀ = valore dei diritti di voto prima dell'annuncio dell'unificazione, N_{nv,0} = numero di azioni senza diritto di voto prima dell'annuncio dell'unificazione e N_{v,0} = numero di azioni con diritto di voto prima dell'annuncio dell'unificazione.

Come sottolineato dai tre studiosi nel loro modello, è possibile che ogni tanto sia richiesto un pagamento aggiuntivo agli azionisti possessori delle azioni senza diritto di voto, in virtù del fatto che successivamente all'unificazione avranno molti più diritti. Tale evento, inoltre, può coinvolgere tutti gli azionisti oppure ciascuno di essi può decidere se parteciparvi o meno; si indichi con A l'acceptance rate, ovvero la percentuale di azioni senza diritto di voto che partecipa alla conversione (che è pari a 1 nelle unificazioni in cui gli azionisti non hanno

⁸³ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), "Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy", Working Paper.

liberà di scelta), e con C il pagamento aggiuntivo richiesto ai possessori di azioni con diritti di voto limitati in modo tale da procedere alla conversione.

Come affermato da Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), l'aumento della capitalizzazione di mercato della società (ΔV) post-unificazione può essere definito come “the amount of the cash payments to the company net of some residual costs expressed as a percentage of the total amount raised (R%)”⁸⁴; l'aumento del valore dell'azienda aumenta quindi grazie ai pagamenti che vengono effettuati al netto di alcuni costi residui (espressi in percentuale dell'importo totale raccolto), i quali tengono conto sia dei costi di transazione delle operazioni sia della quota dei nuovi fondi che si prevede verrà utilizzata dal maggiore azionista per scopi personali. Dunque, l'incremento del valore di mercato della società è pari a

$$\Delta V = N_{nv,0} \times A \times C \times (1 - R)$$

mentre il valore totale post-unificazione è uguale a $V1 = V0 + \Delta V$. Il modello, quindi, assume che il valore della società durante l'unificazione è solo influenzato dal fatto che ci siano o meno pagamenti aggiuntivi necessari per la conversione delle azioni senza diritto di voto in azioni ordinarie; nella realtà, invece, si è potuto constatare come le unificazioni possano far aumentare la valutazione di un'impresa grazie anche a fattori come una maggiore liquidità delle azioni, ad un'ipotetica inclusione all'interno di un importante indice azionario e ad una minore estrazione di benefici privati. Tale assunzione porta alla conclusione che, se i pagamenti degli azionisti proprietari di azioni di Classe B non sono richiesti, la capitalizzazione di mercato della società non varia; questo permette di dire che, in questo caso, il diritto di voto totale rimane invariato. Viceversa, se è richiesto un pagamento, il valore dell'azienda aumenta, così come il valore totale dei diritti di voto. Post-unificazione, quest'ultimo è quindi calcolato come $TVR1 = TVR0 + \Delta TVR$, mentre il valore totale dei cash flow rights risulta essere pari a $TCF1 = V1 - TVR1$.

Per quanto riguarda il numero di azioni con diritto di voto presenti dopo l'unificazione, esso è uguale a quello prima che si verificasse tale evento più il numero di azioni senza diritto di voto che si sono convertite in azioni ordinarie; pertanto, tenendo sempre in considerazione un tasso di conversione pari ad A, è pari a $N_{v,1} = N_{v,0} + N_{nv,0} \times A$. D'altro canto, le azioni

⁸⁴ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), “Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy”, Working Paper.

senza diritto di voto saranno $N_{nv,1} = N_{nv,0} \times (1 - A)$ e i proprietari di queste continueranno a percepire dividendi più elevati.

Il valore dei cash flow rights per le azioni con diritto di voto post-unificazione si trova innanzitutto facendo la differenza fra il valore totale dei diritti ai flussi di cassa e l'extravalore totale dei cash flow rights delle azioni senza diritti di voto, dovuto al loro maggior dividendo; poi si divide tale differenza per il numero totale di azioni presenti in circolazione. Tale valore arriva, dunque, ad essere pari a:

$$CF_{v,1} = \frac{TCF_1 - \Delta CF * N_{nv,1}}{N_{v,1} + N_{nv,1}}$$

Infine, possono essere calcolati i prezzi di equilibrio a cui convergono le azioni con diritto di voto e quelle senza (nel caso A non fosse stato uguale a 1 e quindi fossero ancora in circolazione).

Si ottengono, così, le due equazioni seguenti:

$$P_{v,1} = CF_{v,1} + VR_{,1}$$

$$P_{nv,1} = CF_{nv,1} = CF_{v,1} + \Delta CF$$

Questo modello si è proposto di mostrare l'effetto totale dell'unificazione in termini di diritti di voto e patrimoniali, arrivando a calcolare i prezzi finali di equilibrio delle azioni di Classe A e B dopo tale evento. È evidente, tuttavia, come questi risultati varino anche a seconda della tipologia di unificazione che viene portata a termine; in alcuni casi, infatti, gli interessi dei proprietari delle azioni con diritti di voto superiori sono maggiormente protetti, prevedendo ad esempio una compensazione, mentre in altri tali accorgimenti non vengono apportati. L'effetto totale delle loro ricchezze, quindi, può variare anche in maniera significativa.

3.7 Compensazioni: quando offrirle?

Si è potuto constatare come dietro ad eventi come le unificazioni possano celarsi dietro delle azioni che influenzano l'effetto totale della ricchezza degli azionisti. Una decisione importante che deve essere presa è quella della compensazione: i soci di controllo devono decidere se offrire una compensazione a tutti coloro che detenevano le azioni con diritti di voto superiori (inclusi loro stessi) a causa della futura perdita di questo privilegio oppure possono

proporre un'unificazione che non preveda tale premio. Alla base di questa scelta, generalmente, ci sono fattori come la percentuale di azioni di Classe A e B possedute dagli azionisti di maggioranza e la percentuale minima di azioni necessaria per poter controllare l'impresa efficacemente. Risulta essere interessante proporre un semplice modello che permetta di capire quando è più facile che i maggiori azionisti prendano una decisione piuttosto che l'altra, andando poi ad elencare quali sono i principali fattori che incidono sulla scelta.

Innanzitutto, si assuma che l'unificazione sia portata a termine per fattori esterni che non hanno a che fare con la decisione di compensazione. Con α si intenda la percentuale di azioni con diritti di voto superiori posseduta dal maggiore azionista, con π il voting premium, con P_{nv} il prezzo delle azioni di classe inferiore, con N_v e N_{nv} il numero di azioni rispettivamente di Classe A e di Classe B e con c la percentuale minima di azioni con diritti di voto necessaria per poter governare effettivamente l'azienda. Infine, si assuma che l'azionista di maggioranza non detenga azioni con voto limitato prima della trasformazione della struttura azionaria. Dunque, prima dell'unificazione il maggiore azionista possiede una ricchezza pari a $W_{pre} = \alpha \cdot N_v \cdot (1 + \pi) \cdot P_{nv}$.

Come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), quando si decide di unificare le classi azionarie, i soci di controllo si trovano di fronte a un bivio: spesso, infatti, o decidono per procedere a pagare una compensazione agli azionisti che detengono azioni con diritti di voto superiori oppure tendono ad acquistare azioni con voto limitato e procedono all'unificazione senza compensazione. Nel primo caso, essi compensano i soci proprietari di azioni di Classe A per la perdita dei loro privilegi utilizzando parte della ricchezza dell'azienda: in questo scenario, è come se coloro che detengono le azioni con voto limitato paghino una commissione agli altri azionisti per poter avere anche loro maggiori diritti in termini di voto. Tale compensazione risulta essere pari a $(P_v - P_{nv})N_v = \pi P_{nv}N_v$, mentre il valore dell'azienda diminuisce dell'importo pagato; in questo caso, la ricchezza del socio di controllo dopo l'unificazione è uguale a $W_{post} = \alpha N_v (1 + \pi) P_{nv}$ (dato che $P = P_{nv}$), ovvero rimane invariata. In conclusione, si può affermare che in presenza di un'unificazione che prevede una compensazione, la ricchezza del socio di controllo non varia. Se, invece, l'azionista di maggioranza decide di convertire le azioni senza compensazione ma acquistando azioni senza diritto di voto prima di tale evento, si assuma che egli, non avendo altre ricchezze al di fuori delle sue quote nella società, venda delle azioni di Classe A. Volendo mantenere il controllo dell'impresa anche post-unificazione, egli decide di mantenere cN_v azioni, ricavando così denaro per un totale pari a $(\alpha -$

$c)(1+\pi)P_{nv}N_v$. La ricchezza dell'azionista di maggioranza dopo che è stato portato a termine tale evento, in questo scenario, è uguale a $W_{post}=cN_vP_{post} + (\alpha - c)(1+\pi)N_vP_{post}$.

Tendenzialmente, il socio di controllo tenderà a proporre una piuttosto che l'altra opzione a seconda dei suoi potenziali guadagni, confrontando la sua ricchezza nel primo e nel secondo scenario. Con $f = N_v/N_{nv}$ si intenda il rapporto fra il numero di azioni con diritti di voto superiori e inferiori, mentre con G il rapporto tra la ricchezza del socio di controllo nel caso (2) e nel caso (1). In questo modo, si arriva ad ottenere

$$G = \frac{(2)}{(1)} = [cN_vP_{post} + (\alpha - c)(1 + \pi)N_vP_{post}] / [\alpha N_v(1 + \pi)P_{nv}]$$

con $P_{post} = \{[(1+\pi)N_v + N_{nv}] P_{nv}\} / (N_v + N_{nv})$

Sostituendo il valore di N_v/N_{nv} con f , si ottiene

$$G = \{((1 + \pi)f + 1) / (f + 1)\} \times \{c + (\alpha - c)(1 + \pi) / (\alpha(1 + \pi))\}$$

Come abbiamo potuto constatare negli scorsi paragrafi, se decide di comportarsi come nello scenario (2), il socio di controllo riesce ad ottenere dei benefici privati a scapito degli azionisti che gli vendono le azioni prima dell'unificazione, inconsapevoli di cosa accadrà in futuro: come affermato dai tre studiosi, "la loro perdita di opportunità nell'eventuale unificazione è il guadagno del socio di controllo"⁸⁵.

Ora è interessante analizzare i fattori chiave che inducono i soci di controllo a prendere una decisione piuttosto che l'altra.

Il primo elemento molto importante è il voting premium (π). Se i prezzi delle azioni con diritti di voto superiori e inferiori fossero uguali ($\pi=0$), G sarebbe uguale a 1: ciò implicherebbe una sostanziale uguaglianza fra i due scenari che renderebbe la decisione di compensazione irrilevante. Invece, quando il voting premium è positivo ($\pi > 0$), la decisione è influenzata dalla percentuale dei diritti di voto che è necessario possedere per poter controllare efficacemente l'impresa (c). Quando quest'ultima è pari a zero, ad esempio quando le leggi atte a proteggere gli azionisti di minoranza vengono fatte rispettare in maniera meno rigorosa, l'azionista di maggioranza è più propenso a non procedere con una compensazione, sapendo che tanto potrà guadagnarci in altri modi. Quando invece $c > 0$, più tale valore è grande più l'azionista di maggioranza è propenso a proporre una compensazione equa: questa scelta è più che logica dal

⁸⁵ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2011), "Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy", *Journal of Corporate Finance*.

momento che maggiore è la percentuale di diritti di voto che deve detenere, minore è il numero di azioni che può vendere e minore è il numero di azioni senza diritto di voto che possono essere comprate pre-unificazione. Presupponendo che c sia anche un indicatore della protezione legale degli azionisti di minoranza, risulta essere chiaro come, nei Paesi in cui dove essi sono maggiormente protetti, i soci di controllo tendono a proporre una compensazione equa per tutti piuttosto che ricorrere ad escamotage atti a perseguire interessi personali.

Oltre al voting premium e alla proporzione di azioni necessarie per il controllo efficace richiesta dal socio di controllo, un altro fattore rilevante è la percentuale di non voting equity rispetto all'equity totale: maggiore è tale valore, maggiore è la propensione del socio di controllo a proporre un'unificazione con compensazione. Ciò è dovuto al fatto che maggiore è la percentuale di azioni non votanti in circolazione, maggiore è la potenziale perdita di ricchezza dell'azionista di maggioranza.

Infine, bisogna tenere in conto anche la proporzione di azioni con diritto di voto superiore posseduta dal socio di controllo (α). Se si è in una situazione in cui $c=0$, la proporzione di azioni detenute dal socio di controllo prima dell'unificazione non è correlata alla decisione di compensazione ($\partial G/\partial \alpha = 0$); quando invece il voting premium è positivo e sufficientemente alto, e c risulta essere maggiore di zero, anche valori bassi di α fanno propendere il socio di controllo per un'unificazione con compensazione.

3.8 Unificazioni in Italia

3.8.1 Fattori chiave delle unificazioni

In Italia, nel corso degli anni, un gran numero di società ha deciso di trasformare la propria struttura azionaria, procedendo ad una dual class unification: secondo quanto emerge dall'opera di Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), alla fine del 2008 erano quotate soltanto 30 aziende dual class nella Borsa di Milano su un totale di 336 (8,93%), mentre nel 1990 ce n'erano ben 94 su 266 (35,34%); conseguentemente, la capitalizzazione di mercato delle azioni con diritti di voto inferiori rispetto al valore totale delle azioni è sceso drasticamente, passando dal 15% nel 1990 al 2,5% alla fine del 2008. I fattori che hanno avuto un ruolo chiave nella scelta

di unificare o meno le classi azionarie sono molteplici, alcuni comuni a tutti gli altri Paesi e altri tipici italiani.

Per quanto riguarda i principali elementi chiave comuni, come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), le società italiane hanno dovuto adeguare la loro governance aziendale in seguito ad una maggiore internalizzazione della loro base di azionisti, la quale, unita alla preferenza degli investitori istituzionali per la struttura one share one vote, ha spinto alcune aziende ad unificare le classi azionarie. Molti studiosi, infatti, hanno trovato che una pressione istituzionale diretta o indiretta sia stata in parte la causa di una maggior propensione ad unificare le classi azionarie, facendo avvicinare sempre più investitori stranieri, i quali grazie a questi cambiamenti si sentivano maggiormente protetti. In Italia, nel 1998, Parmalat dovette annullare un'offerta di azioni senza diritto di voto da 500 milioni di dollari rivolta agli investitori statunitensi a causa di una reazione avversa del mercato. Come scritto dai tre studiosi, “la nuova consapevolezza che il mercato azionario avrebbe respinto la creazione di nuove azioni non votanti potrebbe aver favorito la conversione di quelle esistenti (come in Israele)”⁸⁶.

Inoltre, molto importante è stata anche la necessità per molte aziende di essere incluse negli indici azionari italiani o internazionali in modo tale da aumentare la base di investitori, la liquidità delle azioni e il valore dell'azienda. I parametri principali decisivi per l'entrata o meno in un indice, generalmente, sono la capitalizzazione di mercato dell'azienda e il volume di scambio delle azioni: dal momento che un'unificazione tende ad aumentare entrambi i parametri, le società dual class trovano maggiore facilità ad essere incluse se procedono a trasformare la loro struttura azionaria. Per di più, in Italia, tendenzialmente si tengono in considerazione solo le azioni con diritto di voto superiore nel calcolo dei volumi di scambi; questo fa sì che aumenti la propensione delle imprese a procedere con una dual class unification, in modo tale da incrementare il proprio peso all'interno dell'indice.

In terzo luogo, è normalità che le aziende possano ricorrere a *Secondary Equity Offerings* (SEO); in questi casi, tendenzialmente, le azioni sono emesse ad un prezzo inferiore rispetto a quello di mercato. Inoltre, le azioni senza diritto di voto possono avere anche un dividendo maggiore rispetto a quelle delle azioni ordinarie. Il problema nasce nel momento in cui il minimo dividendo legale che deve essere pagato ai proprietari di azioni di Classe B diventa troppo alto e costoso per le aziende quando i prezzi sono molto bassi. Come scritto da

⁸⁶ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), “Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy”, Working Paper.

Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), “the issue of new non-voting shares at prices below depressed market quotes could bind the company to paying an high minimum yield. This might provide an incentive for unification prior to the rights offering”⁸⁷. Dunque, quando i dividendi delle azioni senza diritto di voto iniziano ad essere troppo alti e costosi, molte aziende, come nel caso di Ifil nel 2003, tendono a proporre un’unificazione in modo tale da ridurre (se non eliminare) tale problema e poi solo successivamente ricorrere all’aumento di capitale.

Per quanto riguarda i fattori tipici delle aziende italiane, molto importanti sono stati i cambiamenti esterni di carattere normativo e legale che hanno reso sempre meno favorevoli le emissioni di azioni con diritti di voto inferiori. Innanzitutto, il 2 maggio 1998 il Consiglio dell’Unione Europea dichiarò che l’Italia, insieme ad altri 10 Stati europei, soddisfaceva le condizioni necessarie affinché potesse essere inclusa nel cambiamento che avrebbe portato all’introduzione di una moneta unica (ovvero l’Euro) dal 1° gennaio 1999. Conseguentemente, i tassi di interessi italiani hanno subito un crollo drastico (circa del 5% nel periodo 1998-1999), allineandosi con quelli degli altri Paesi coinvolti, influenzando pesantemente i costi del debito e del capitale azionario. Essendo i dividendi delle non voting shares basati sul loro valore nominale, specialmente in periodi in cui i prezzi erano molto bassi e le azioni di Classe B venivano scambiate ad un prezzo molto inferiore rispetto a quelle ordinarie, tale diminuzione dei tassi di interesse ha portato le aziende a dover pagare dividendi che avevano dei rendimenti talvolta superiori al costo del debito dell’azienda. Come detto precedentemente, il rendimento minimo obbligatorio troppo alto delle azioni senza diritto di voto ha indotto anche in Italia molte aziende ad unificarsi dopo tale evento; un esempio è quello di Cofide: come emerge nell’opera di Bigelli (2004), questa azienda decise di unificare le classi azionarie nel 2001 dopo che le non voting shares erano scambiate ad un prezzo inferiore del loro valore nominale, costringendo lo stesso l’azienda a pagare un rendimento minimo legale pari al 5,69%.

Un altro fattore importante è la necessità di raccogliere capitale dagli azionisti di minoranza. In Italia, il maggiore azionista detiene molte poche azioni senza diritto di voto e il voting premium è molto grande; sotto queste condizioni, è possibile proporre un’unificazione delle classi azionarie con pagamento di una somma di denaro in modo tale da poter procedere alla conversione delle azioni. Dal momento che il maggiore azionista non detiene tante azioni di Classe B, ciò può permettere all’azionista di maggioranza di raccogliere capitale senza

⁸⁷ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2011), “Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy”, *Journal of Corporate Finance*.

sborsare denaro e continuando a mantenere il controllo. Un esempio può essere riscontrato nell'unificazione della società telefonica italiana Tim, la quale annunciò che le azioni di Classe B, quotate a €5,96, potevano essere convertite in azioni di Classe A, dal valore di €11,45, se veniva pagato un premio pari a €3,70. In questo modo chi era al comando riuscì a raccogliere circa 5 miliardi⁸⁸ di euro, diluendo la sua quota di solo 4 punti percentuali circa (dal 60% al 56%).

Un altro elemento chiave fu l'entrata in vigore del TUF nel 1998, il quale regolamentò meglio alcuni aspetti della governance aziendale, rinforzando anche la protezione degli azionisti di minoranza. Innanzitutto, fu inserito un obbligo di OPA nel caso in cui un acquirente avesse acquistato una quota superiore al 30%; quindi, questa disposizione rese l'acquisizione del controllo più costosa, dal momento che l'acquirente doveva essere pronto ad acquistare tutte le azioni con diritto di voto nel caso di superamento di tale soglia. In secondo luogo, il quorum per l'approvazione delle proposte nelle assemblee straordinarie degli azionisti è stato aumentato dal 50% al 66,67% di tutti gli azionisti, consentendo effettivamente a chi detenesse un blocco del 33,34% dei voti di ostacolare qualsiasi decisione e impedire un'acquisizione ostile. Infine, fu introdotto un quorum minimo del 20% delle azioni senza diritto di voto per ratificare decisioni che influenzavano il benessere dei proprietari di tali azioni. A causa di queste nuove regolamentazioni la struttura azionaria dual class perse attrattività, mentre le unificazioni, che in precedenza avrebbero significativamente diluito il potere di voto dell'azionista di maggioranza, potevano ora avere luogo senza minacciare l'azionista di controllo, il quale poteva rimanere al comando con una quota di proprietà inferiore.

Le unificazioni, in alcuni casi, sono state anche influenzate dalla privatizzazione delle aziende statali. Come emerge nell'opera di Bigelli (2004), nelle direttive del CIPE (Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica) del 1992 riguardo le privatizzazioni veniva dichiarato che le future aziende privatizzate con una struttura azionaria dual class "favoriranno soluzioni che consentano la conversione delle azioni non votanti in azioni con diritto di voto"⁸⁹. Infatti, è stato poi verificato che queste linee guida furono seguite da 5 aziende privatizzate (Credit, Comit, Alitalia, Bnl, Finmeccanica) su un totale di 46 unificazioni nel periodo tra il 1974 e il 2003.

⁸⁸ Questa somma di denaro che si riuscì a raccogliere fu sufficiente per finanziare interamente l'investimento che Tim fece nella tecnologia di terza generazione per la rete mobile.

⁸⁹ Bigelli M. (2004), "Dual Class Stock Unifications and Shareholders' Expropriation", Social Science Research Network.

In ultima analisi, dato l'elevato voting premium e conseguentemente l'impatto più forte dell'effetto dell'annuncio di un'unificazione sulle azioni senza diritto di voto (con conseguente aumento notevole del loro valore), in Italia sono state portate a termine delle unificazioni dai soci di controllo in modo tale da trarne profitto, espropriando gli azionisti di minoranza. È successo, infatti, che l'azionista di maggioranza comprasse non voting shares qualche mese prima dell'annuncio dell'unificazione in modo tale da ottenere dei guadagni successivamente e coprire l'effetto negativo che tale evento ha sulle azioni con diritto di voto, tutto ciò a spese degli azionisti di minoranza. Bigelli (2004) dimostrò come nel suo campione di aziende, in 5 casi (Finpart, Cir, Alleanza, Ras, Banca Finnat) vi erano degli acquisti sospetti di grossi blocchi di azioni senza diritti di voto da parte dell'azionista di maggioranza qualche mese prima dell'annuncio dell'unificazione.

Noti i motivi che hanno spinto le aziende, in particolare quelle italiane, dal punto di vista prettamente teorico, risulta ora essere interessante vedere quali furono le ragioni di tali eventi indicate dalle imprese stesse durante l'annuncio oppure scritte negli articoli di giornale. Come si può notare osservando la Figura 22, alcune motivazioni riguardano l'aumento della liquidità delle azioni, la semplificazione della struttura patrimoniale dell'azienda, la necessità di rimanere all'interno di un indice e la volontà di migliorare l'attrattiva della società per gli investitori stranieri. Queste sono molto simili a quelle annunciate da aziende in altri Paesi; come emerge nell'opera di Amoako-Adu e Smith (2001) alcune aziende canadesi unificarono le classi azionarie per “increase investor appeal prior or in absence of seasoned offering, [...] facilitate listing of shares on US exchanges, [...] for a debt restructuring plan that required eliminations of dual class”⁹⁰. Anche Pajuste (2005), per un sottoinsieme di Paesi europei, trovò che vennero portate a compimento delle unificazioni “to increase liquidity, [...], to make it easier for outside investors to invest in the company, [...] to make the stock more attractive to international investors, [...] to increase share value”⁹¹. Alcune società hanno unificato le loro azioni prima di una fusione, mentre altre lo hanno fatto prima di ricorrere ad un aumento di capitale (tipico delle unificazioni in Canada e Germania). Altre motivazioni, invece, sono più specifiche per le società italiane: ad esempio, come detto precedentemente, cinque aziende hanno unificato le loro azioni a classi doppie per conformarsi alle linee guida italiane sulla privatizzazione, mentre

⁹⁰ Amoako-Adu B. e Smith B. (2001), “Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class”, *Journal of Banking and Finance*.

⁹¹ Pajuste A. (2005), “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares”, *European Central Bank Working Paper*.

altre hanno annunciato che avevano portato a termine l'unificazione per raccogliere capitale e finanziare nuovi investimenti (grazie ai pagamenti necessari per la conversione delle azioni senza diritto di voto in ordinarie). Infine, degno di nota è quanto emerge nello studio di Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), ovvero che “also unique to Italy, 6 firms used coercive unifications after previous successful non-coercive unifications had decreased the liquidity or forced the delisting of non-voting shares”⁹².

Stated reason	Number
Increase float and liquidity	10
Simplify equity structure	8
Before or after the firm's privatization by the government*	5
Raise cash for new investments	4
Improve attractiveness for international investors	4
Before a merger*	4
Before an equity issue*	3
Secure index membership	1
No reasons given	19

*Reason not declared but unification preceding or immediately following extraordinary event.

Figura 22: Motivi dichiarati dalle imprese che le hanno portate ad unificare le classi azionarie. [Fonte: Bigelli, Mehrotra e Rau (2011)].

3.8.2 Caratteristiche dual class unifications

Come emerge dallo studio di Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), le società che procedono ad un'unificazione delle classi azionarie in Italia hanno una proprietà fortemente concentrata. Come si può notare dalla Figura 23, il maggiore azionista, mediamente, detiene il 60,25% dei diritti di voto prima dell'unificazione; questo valore scende lievemente al 56,88% nei 22 casi in cui gli studiosi sono riusciti ad ottenere dati sulla proprietà delle azioni senza diritto di voto da parte del maggiore azionista, mentre sale al 63,22% nei restanti casi in cui non sono riusciti a farlo con successo. Infatti, poiché le azioni italiane senza diritto di voto sono azioni al portatore, non esistono dati ufficiali riguardo la proprietà di esse; tuttavia, in 8 casi, articoli finanziari o i comunicati stampa delle aziende in questione hanno riportato la percentuale di

⁹² Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), “Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy”, Working Paper.

azioni senza diritto di voto possedute dal maggior azionista, con una media del 41%. In aggiunta, i tre studiosi hanno cercato di dedurre le percentuali di possesso di azioni di Classe B anche nei restanti casi analizzando sia i dati riguardo la proprietà delle azioni con diritto di voto prima e dopo l'unificazione sia le caratteristiche dell'unificazione: nei 22 casi (su 47) in cui sono riusciti a farlo con successo, hanno scoperto che i maggiori azionisti detenevano una quantità significativa di azioni senza diritto di voto immediatamente prima della trasformazione della struttura azionaria, in media pari al 32,84%. Oltre a questa scoperta, risulta essere molto interessante la diluizione del potere di voto del maggiore azionista dopo l'unificazione, ovvero quasi inesistente.

Queste evidenze empiriche sono in linea con quelle di Lauterbach e Yafeh (2010) precedentemente mostrate, i quali misero in evidenza che i maggiori azionisti compensavano la diluizione dei diritti di voto aumentando le loro partecipazioni prima dell'unificazione, acquistando il più delle volte molte azioni senza diritto di voto, le quali successivamente avrebbero avuto gli stessi privilegi di quelle aventi diritto di voto; adottando questa strategia, il loro potere di voto sarebbe sceso in maniera molto inferiore e marginale. D'altro canto, questi risultati sono in netto contrasto con quanto è emerso negli studi riguardo imprese tedesche; come si può notare nell'opera di Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004), le unificazioni sono state degli strumenti maggiormente efficaci nella riduzione del poter di voto del maggiore azionista, facendo passare la percentuale dei suoi voting rights dal 55,68% al 44,60% (diminuzione di ben 11 punti percentuali).

È possibile distinguere tre tipologie di maggiore azionista: una famiglia (31 casi), istituzioni finanziarie (8 casi) e il governo (8 casi); inoltre, è possibile osservare come il potere di voto di chi è al comando della società è tipicamente 10 volte superiore a quello detenuto dal secondo maggior azionista, permettendogli di controllare l'azienda e prendere decisioni in totale tranquillità. Infine, è stato calcolato anche il grado di separazione tra i diritti di voto e quelli patrimoniali del maggiore azionista prima e dopo l'unificazione; come ampiamente spiegato in precedenza, l'unificazione delle classi azionarie tende a ridurre (se non eliminare) la separazione tra la proprietà e il controllo: tale aspetto teorico si riscontra anche in questo studio, tanto che si può notare come il rapporto cash flow rights-control rights passa da un

valore medio (mediano) pari a 0,77 (0,80) prima dell'unificazione ad uno pari a 0,87 (1,00) dopo tale evento.

	Overall			Controlling shareholder owns non-voting shares			No information on non-voting share ownership		
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median
Fraction of votes held by largest shareholder									
Before unification	47	60.25%	60.14%	22	56.88%	57.54%	25	63.22%	61.90%
After unification	36	56.38%	56.05%	20	55.23%	54.17%	16	57.82%	56.70%
Dilution in vote ownership	36	-2.16%	0.00%	20	-1.11%	-1.64%	16	-3.47%	0.00%
P-value for difference		(0.27)	(0.35)		(0.63)	(0.18)		(0.32)	(1.00)
Identity and fraction of shares held by largest shareholder									
Family	31	58.20%	59.65%	15	57.16%	59.65%	16	59.17%	59.04%
Government	8	69.60%	69.85%	3	69.04%	67.10%	5	69.92%	72.60%
Financial institutions	8	58.90%	55.99%	4	46.72%	52.84%	4	71.08%	67.14%
Fraction of votes held by second largest shareholder									
Before unification	47	4.61%	3.02%	22	4.57%	2.08%	25	4.65%	3.66%
After unification	35	5.05%	3.11%	20	5.12%	2.13%	15	4.95%	4.95%
P-value for difference		(0.33)	(0.77)		(0.78)	(0.45)		(0.08)	(0.06)
Ratio of cash-flow rights to control rights									
Before unification	33	0.77	0.80	17	0.73	0.77	16	0.81	0.93
After unification	33	0.87	1.00	17	0.87	1.00	16	0.86	0.99
P-value for difference		(0.01)	(0.00)		(0.00)	(0.00)		(0.35)	(0.00)
Fraction of non-voting shares owned by largest shareholder									
	-	-	-	22	32.84%	21.72%	-	-	-

Figura 23: Caratteristiche della proprietà delle aziende che hanno unificato le classi azionarie. [Fonte: Bigelli, Mehrotra e Rau (2011)].

Per quanto riguarda le caratteristiche finanziarie, come ad esempio la leva finanziaria, la redditività e il market-to-book ratio, i tre studiosi non hanno notato delle significative differenze tra quelle delle società del loro campione che hanno portato a termine l'unificazione e quelle delle loro controparti del settore. Da sottolineare come questa similarità fra la gran parte delle caratteristiche finanziarie e operative rimane invariata anche se si divide il campione in aziende che hanno portato a compimento unificazioni volontarie o forzate, con compensazione o senza.

Come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), in media, le azioni senza diritto di voto rappresentavano il 17,1% del totale delle azioni nelle aziende italiane prima dell'unificazione. Considerando un arco temporale di tre giorni prima di tale evento, le azioni di Classe A erano scambiate, in media, ad un valore più alto del 37,65% rispetto alle azioni di Classe B. Tenendo conto delle differenze nei dividendi che per legge dovevano essere più alti nel caso delle azioni senza diritto di voto, il valore medio del *voting right* era pari al 52,7% del prezzo delle azioni senza diritto di voto; come scritto dai tre studiosi, “the cumulative value of all voting rights

represents 29% of the total equity value of the firm, almost identical to Nenova's (2003) findings based on 1997 Italian data (29.4%)”⁹³.

Ora, risulta essere interessante dividere il loro campione e valutare i dati delle aziende che hanno portato a termine unificazioni volontarie o forzate, con compensazione o senza. Per quanto riguarda le unificazioni volontarie, in media, l'83,8% (valore mediano=91%) delle azioni senza diritti di voto sono state convertite in ordinarie; tale valore non risulta essere pari al 100% principalmente per due motivi: o i maggiori azionisti non hanno convertito tutte le loro azioni in modo tale da mantenere una maggiore influenza all'interno dell'assemblea, oppure semplicemente alcuni azionisti di minoranza possono non aver proceduto all'unificazione perché non hanno ricevuto l'annuncio o non ne hanno dato importanza. Le unificazioni volontarie sono associate a voting premiums significativamente più alti (33,8% mediano) rispetto a quelli nelle unificazioni forzate (15,5%). Allo stesso modo, le aziende che offrono una compensazione durante il processo di unificazione presentano voting premiums notevolmente più elevati (51,9% mediano) rispetto a quelli associati alle unificazioni in cui non è prevista una compensazione (9,63% mediano). Infine, la compensazione è generalmente offerta quando la percentuale di azioni senza diritto di voto è alta: i tre studiosi hanno infatti osservato che quest'ultima è pari al 19% del totale delle azioni quando si procede con una dual class unification con compensazione, mentre è pari soltanto all'8.7% quando tale pagamento non è previsto.

3.8.3 Tipologie di unificazioni

Finora si è parlato delle unificazioni senza andare nel dettaglio delle varie sfaccettature che tali eventi possono assumere; pertanto, risulta essere interessante conoscere quali sono le principali tipologie di unificazioni che sono state portate a termine. A tale proposito molto utile è lo studio di Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), il quale ci permette di andare più a fondo per quanto riguarda le modalità con cui si può procedere all'unificazione delle classi azionarie. I tre studiosi studiarono un campione di 41 aziende diverse che procedettero ad effettuare un

⁹³ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2011), “Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy”, *Journal of Corporate Finance*.

totale di 46⁹⁴ unificazioni: 32 di queste si sono verificate dal 1998 in poi, dato degno di nota che sottolinea il periodo di grandi riforme sia di carattere normativo sia economico che hanno causato un significativo declino dell'attrattività delle strutture a doppia classe in Italia. Indagando le *dual class unifications* in un arco temporale che andava dal 1974, anno in cui le strutture a doppia classe sono state introdotte, fino al 2005, i tre studiosi suddivisero le unificazioni in varie tipologie; come si può notare dalla Figura 24, quelle principali sono:

- 1:1 coercive (18 casi): un'azione senza diritto di voto viene convertita in una ordinaria.
- 1:1 coercive plus a cash refund (1 caso): un'azione senza diritto di voto viene convertita in una ordinaria e il proprietario riceve un pagamento in contanti⁹⁵.
- Coercive option of choosing between a unification of y voting shares for x non voting shares or a 1:1 unification with a cash payment (4 casi): i proprietari di azioni senza diritto di voto devono scegliere tra la conversione di x azioni di Classe B in y azioni ordinarie o la conversione di un'azione senza diritto di voto in una ordinaria effettuando un pagamento aggiuntivo.
- 1:1 non coercive (11 casi): un'azione senza diritto di voto può essere convertita dal proprietario in una ordinaria senza alcun pagamento.
- 1:1 with a cash payment (7 casi): un'azione senza diritto di voto può essere convertita in una ordinaria sborsando una somma di denaro tendenzialmente inferiore alla differenza di prezzo.
- 1:1 with conversion limit (3 casi): un'azione senza diritto di voto può essere convertita in una ordinaria fino a un limite di conversione del 10% delle azioni senza diritto di voto possedute.
- Non coercive option to choose between a unification of y voting shares for x non voting shares or a 1:1 unification with a cash payment (1 caso): i proprietari di azioni senza diritto di voto possono scegliere se convertire x loro azioni in y azioni ordinarie o convertire un'azione senza diritto di voto in una ordinaria effettuando un pagamento aggiuntivo.

⁹⁴ Quattro aziende hanno effettuato una o due unificazioni non coercive prima di effettuare una definitiva unificazione coercive o una cancellazione dalla quotazione delle poche azioni prive di diritto di voto rimanenti.

⁹⁵ Questa conversione anomala è stata utilizzata in un'unica unificazione (SNIA, 2002), quando le azioni senza diritto di voto venivano scambiate a un premio rispetto alle azioni con diritto di voto.

- y voting shares for x nv shares (2 casi): x azioni senza diritto di voto possono essere convertite in y azioni ordinarie.

Year	#	Coercive			Non-coercive				
		1:1	1:1 with cash refund	y voting for x nv or 1:1 with cash payment	1:1	1:1 with cash payment	1:1 with conv. limit	y voting for x nv or 1:1 with cash payment	y voting for x nv
1982	1	0	0	0	1	0	0	0	0
1986	1	0	0	0	1	0	0	0	0
1990	1	0	0	0	1	0	0	0	0
1991	2	0	0	0	1	0	1	0	0
1992	1	0	0	0	0	0	1	0	0
1993	3	1	0	0	0	2	0	0	0
1994	4	1	0	0	1	1	1	0	0
1996	1	1	0	0	0	0	0	0	0
1998	6	2	0	0	3	0	0	1	0
1999	4	1	0	0	1	2	0	0	0
2000	8	4	0	1	0	2	0	0	1
2001	5	2	0	2	1	0	0	0	0
2002	2	1	1	0	0	0	0	0	0
2003	4	3	0	0	0	0	0	0	1
2004	2	2	0	0	0	0	0	0	0
2005	1	0	0	0	1	0	0	0	0
Total	46	18	1	3	11	7	3	1	2

Figura 24: Principali tipologie di unificazioni e numero totale di quelle che sono state portate a compimento dal 1982 al 2005. [Fonte: Bigelli, Mehrotra e Rau (2006)].

Quindi, come si può notare dalla Figura 5, 22 unificazioni delle 46 totali sono classificate come coercive (forzate), mentre le restanti 24 erano non coercive. Per quanto riguarda le prime, la maggioranza di tali eventi prevedeva una conversione 1:1 senza alcun pagamento aggiuntivo ai soci che possedevano le azioni con diritti di voto superiori, mentre nei restanti casi o si provvedeva a tale compensazione oppure, se gli azionisti non avessero voluto effettuare il pagamento, la società avrebbe adeguato al ribasso il loro rapporto di conversione per tener conto del mancato pagamento. Se ad esempio un azionista deteneva x azioni dal valore di 10€ ciascuna e fosse stato richiesto un pagamento di 1€ per convertire un'azione, nel caso in cui l'azionista non avesse voluto pagare, nel momento della conversione si sarebbe ritrovato non più con x azioni, bensì con 0,9x. Per quanto riguarda le unificazioni non coercive, il trend era piuttosto simile: anche in questo scenario, infatti, la maggior parte di tali eventi non prevedeva una compensazione, mentre nei restanti casi o si procedeva con il pagare un prezzo generalmente inferiore alla differenza di prezzo fra le due classi azionarie oppure si procedeva alla conversione non 1:1 in base anche al valore di tali azioni.

3.8.4 Effetto annuncio

Come si può notare dalla Figura 25, Bigelli, Mehrotra e Rau (2011) hanno calcolato i *cumulative abnormal returns* dovuti all'annuncio dell'unificazione delle classi azionarie sia per le azioni con diritto di voto sia per quelle senza tale privilegio. Si può osservare come il rendimento anomalo medio (mediano) delle azioni senza diritto di voto sia pari all'11,29% (6,63%) se si considera un orizzonte temporale che va dal giorno prima dell'annuncio dell'unificazione al giorno dopo [-1,+1], mentre è uguale al 12,06% (6,30%) se si considera l'arco temporale [-2,+2]. Questi risultati sono in linea generale simili a quelli trovati in altri Paesi; in Germania, ad esempio, Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004) hanno stimato i rendimenti anomali per le azioni senza diritto di voto pari al 7,75% nell'orizzonte temporale [-1,+1], mentre Betzer, Bongard e Goergen (2012), nella stessa finestra temporale, ottennero dei rendimenti pari al 5,29%. Nonostante l'impatto decisamente più forte in Italia, la tendenza generale è proprio l'aumento del valore delle azioni di Classe B in seguito all'annuncio dell'unificazione delle classi azionarie;

	Overall			Controlling shareholder owns non-voting shares			No information on non-voting share ownership		
	N	Mean	Median	N	Mean	Median	N	Mean	Median
CARs earned by voting shares									
Period [-1,+1]	36	-1.50%	-1.18%	17	-3.72%	-4.59%	19	0.48%	0.71%
		(0.09)	(0.31)		(0.01)	(0.05)		(0.67)	(0.81)
Period [-2,+2]	36	-1.93%	-1.01%	17	-3.33%	-4.51%	19	-0.68%	0.00%
		(0.07)	(0.31)		(0.05)	(0.14)		(0.61)	(1.00)
CARs earned by non-voting shares									
Period [-1,+1]	36	11.29%	6.63%	17	12.30%	9.37%	19	10.38%	6.35%
		(0.00)	(0.00)		(0.00)	(0.00)		(0.03)	(0.02)
Period [-2,+2]	36	12.06%	6.30%	17	14.85%	11.29%	19	9.57%	4.62%
		(0.00)	(0.00)		(0.00)	(0.00)		(0.06)	(0.06)
Effect on total market capitalization									
Period [-1,+1]	36	0.57%	0.35%	17	-1.05%	-1.62%	19	2.03%	2.11%
		(0.51)	(0.87)		(0.34)	(0.63)		(0.12)	(0.36)
Period [-2,+2]	36	0.04%	0.01%	17	-0.34%	-1.39%	19	0.38%	0.70%
		(0.97)	(1.00)		(0.85)	(0.63)		(0.77)	(0.48)

Figura 25: Variazioni del valore delle azioni e della capitalizzazione di mercato delle società in Italia dovuti all'annuncio delle unificazioni delle classi azionarie. [Fonte: Bigelli, Mehrotra e Rau (2011)].

Questa congruità nei risultati, però, tende a sparire se si considera l'impatto che ha l'annuncio dell'unificazione sul valore delle azioni con diritto di voto. Evidenze empiriche hanno infatti dimostrato come le azioni di Classe A, in Germania, tendono ad avere dei ritorni anomali positivi; come si può osservare nella Figura 27, Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004) stimarono che quest'ultimi erano pari al 3,86% nell'arco temporale [-1,+1], mentre Betzer,

Bongard e Goergen (2012), come si può notare dalla Figura 26, trovarono che erano pari a 1,88%. D'altra parte, in Italia, l'impatto dell'annuncio dell'unificazione sulle azioni con diritto di voto risulta essere negativo sia considerando la finestra temporale [-1,+1] sia quella [-2,+2]: in questi intervalli, Bigelli, Mehrotra e Rau (2011) stimarono che i cumulative abnormal returns fossero pari rispettivamente al -1,50% e -1,93%. Questi valori negativi, i quali si discostano molto da quelli di altri Paesi, si presume siano dovuti a due fattori tipici italiani: il voting premium molto elevato, che si traduce in una maggiore diluizione del potere di voto post-unificazione, e l'acquisto di azioni senza diritto di voto da parte dei maggiori azionisti prima che si verifichi tale evento.

<i>CARs for non-voting shares</i>	
Event window	CAR
[-20, 20]	7.35%
[-20, 0]	8.61%
[-1, 1]	5.29%
[0, 0]	4.66%
<i>CARs for voting shares</i>	
Event window	CAR
[-20, 20]	0.47%
[-20, 0]	2.69%
[-1, 1]	1.88%
[0, 0]	1.04%

Figura 26: Variazioni del valore delle azioni con e senza diritto di voto in Germania. [Fonte: Betzer, Bongard e Goergen (2012)].

Panel A: (Cumulative) Abnormal Returns of Voting Shares			
event window	CAR	sign test	rank test
[-60;+60]	4,8996%	0,26493	0,42997
[-20;+20]	7,6882%	0,13605	0,02818 **
[-10;+10]	6,2275%	0,26493	0,05296 *
[-4;+4]	6,5934%	0,00813 ***	0,00511 ***
[-4;+1]	6,9256%	0,06143 *	0,00132 ***
[-1;+1]	3,8608%	0,34493	0,02417 **
event day	AR	t-value	p-value
-4	1,2899%	1,8897	0,0700 *
-3	1,0938%	1,3792	0,1805
-2	1,0261%	1,9184	0,0657 *
-1	0,5774%	1,1783	0,2502
0	4,3189%	2,6066	0,0152 **
1	-0,6218%	-1,0122	0,3208
Panel B: (Cumulative) Abnormal Returns of Non-Voting Shares			
event window	CAR	sign test	rank test
[-60;+60]	7,4735%	0,0807 *	0,1288
[-20;+20]	8,0433%	0,0385 **	0,0139 **
[-10;+10]	7,5021%	0,0022 ***	0,0017 ***
[-4;+4]	6,6579%	0,0002 ***	0,0015 ***
[-4;+1]	7,8447%	0,0000 ***	0,0003 ***
[-1;+1]	7,7451%	0,0000 ***	0,0001 ***
event day	AR	t-value	p-value
-4	-0,5704%	-0,9778	0,3347
-3	0,1416%	0,3188	0,7517
-2	0,4937%	1,0733	0,2903
-1	1,6739%	2,8016	0,0084 ***
0	4,0254%	2,5651	0,0150 **
1	2,9310%	2,0008	0,0524 *

Figura 27: Variazioni del valore delle azioni con e senza diritto di voto in Germania. [Fonte: Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004)].

L'aumento totale della capitalizzazione di mercato dell'azienda, ΔMktCap , viene calcolato come

$$\Delta\text{MktCap} = \text{CARV} \times \text{MktCapV} + \text{CARNV} \times \text{MktCapNV}$$

dove MktCapV e MktCapNV sono le capitalizzazioni di mercato delle azioni con diritto di voto e di quelle senza diritto di voto prima dell'annuncio dell'unificazione, mentre CARV e CARNV sono i rendimenti di mercato cumulativi per le azioni con diritto di voto e per quelle senza diritto di voto intorno all'annuncio di tale trasformazione della struttura azionaria.

A differenza di altri Paesi, l'aumento medio (mediano) del valore totale di mercato della società è stato stimato dai tre studiosi essere pari allo 0,57% (0,35%) nell'arco temporale [-1,+1] e allo 0,04% (0,01%) nella finestra [-2,+2]: questi valori non sono statisticamente significativi. La situazione migliora leggermente se si prende un orizzonte più a lungo termine, [-1,+30], dove il valore delle azioni di Classe A diminuisce dell'1,45%, quello delle azioni di Classe B aumenta del 15,12% e la capitalizzazione di mercato aumenta in media dell'1% (valore mediano= -0,61%); tuttavia, questi dati suggeriscono che le unificazioni in Italia hanno un impatto decisamente scarso (se non nullo) sul valore della società.

In sintesi, si può affermare che, in Italia, se da un lato le azioni con e senza diritto di voto presentano delle oscillazioni significative al momento dell'annuncio dell'unificazione delle classi azionarie, dall'altro la capitalizzazione di mercato totale dell'azienda risulta essere soggetta ad una variazione decisamente minima e statisticamente non significativa: queste evidenze empiriche suggeriscono, quindi, che l'unificazione non riesce a creare molto valore, bensì risulta essere perlopiù un modo per trasferire ricchezza dagli azionisti con diritto di voto a quelli senza diritto di voto.

Infine, Bigelli, Mehrotra e Rau (2006) hanno anche calcolato la variazione della capitalizzazione di mercato suddividendo le imprese dove vi è il maggiore azionista che detiene molte non voting shares e quelle in cui non le possiede oppure gli investitori non sono a conoscenza di tali informazioni. Come si può vedere nella Figura 28, nel primo caso le azioni di Classe A diminuiscono del 3,71% nell'arco temporale [-1,+1] e il valore totale dell'impresa scende dell'1,48%, mentre nel secondo caso tali variazioni sono rispettivamente pari a +0,46% e +1,71%. In altre parole, quando il maggiore azionista possiede un blocco di azioni senza diritto di voto, è più probabile che il mercato percepisca questo avvenimento come una forma di espropriazione atta a proteggere la propria ricchezza, piuttosto che di un tentativo per migliorare la governance aziendale.

	#	Voting shares		Non-voting shares		Market Cap	
		Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
NV-ownership	17	-3.71***	-4.59**	+12.29***	+9.37***	-1.48	-1.46
No information	18	+0.46	+0.80	+11.07**	+6.43***	+1.71	+2.10
Difference		-4.17***	-5.39**	+1.22	+2.94	-3.19**	-3.56**

Figura 28: Variazioni del valore delle azioni e della capitalizzazione di mercato in Italia suddividendo le imprese dove il maggiore azionista detiene una percentuale significativa di azioni senza diritto di voto dalle aziende dove i soci di controllo non le detengono o non si hanno informazioni sufficienti a riguardo.

[Fonte: Bigelli, Mehrotra e Rau (2006)].

In conclusione, si può affermare come le evidenze empiriche siano decisamente contrastanti. In Italia la capitalizzazione di mercato di una società che si è unificata non subisce, in media, variazioni significative, mentre in Germania entrambe le classi di azioni tendono ad aumentare di valore, facendo dunque incrementare anche il valore della società. Lauterbach e Yafeh (2010) affermarono che “it appears that at the prevailing high levels of influence by controlling shareholders, the relatively small decline in excess control rights did not have much of an effect on firm performance”⁹⁶ e trovarono un aumento del valore aziendale non significativo nel lungo periodo. Lauterbach e Pajuste (2014) dichiararono che “we observe that unifying firms had higher relative valuations (Q) than non-unifying firms, and that their relative valuation advantage increased by year +7, with a temporary peak on year +1. [...] The relative valuation gain of unifying firms appears economically significant”⁹⁷. È interessante sottolineare la conclusione a cui erano arrivati Adams e Ferreira nel 2008: dopo aver revisionato un buon numero di studi precedenti a riguardo, essi affermarono che “the fact that such studies often disagree with each other indicates that value effects of events that change the proportionality of ownership are very hard to identify empirically”⁹⁸. Per risolvere tale dibattito, Lauterbach e Pajuste (2014) affermarono che i risultati contrastanti erano dovuti dalla presenza di due effetti: uno negativo, legato all’ipotesi di espropriazione, e uno positivo, legato al miglioramento della governance aziendale. Nelle unificazioni in cui non vengono messi in atto comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza, la valutazione della società tenderà ad aumentare; d’altro canto, se i soci di controllo tentano di espropriare gli azionisti di minoranza, il mercato tenderà a reagire meno positivamente e l’effetto negativo tenderà a compensare totalmente quello positivo dettato dal miglioramento della governance aziendale ottenuto grazie all’unificazione delle classi azionarie.

⁹⁶ Lauterbach B., Yafeh, Y. (2010) “Long term changes in voting power and controlling structure following the unification of dual class shares”, *Journal of Corporate Finance*

⁹⁷ Lauterbach B., Pajuste A. (2014), “Voluntary Dual Class Share Unifications - a Mixed Bag of Governance Improvements and Shareholder Expropriation”, *Social Science Research Network*

⁹⁸ Adams R, Ferreira D. (2008) “One Share-one vote: the empirical evidence”, *Review of Finance*

3.8.5 Espropriazione azionisti di minoranza

In Italia, le azioni senza diritto di voto vengono negoziate frequentemente ad un forte sconto rispetto a quelle con maggiori diritti; in questo scenario, specialmente quando si procede ad una conversione 1:1, le azioni di Classe B tendono ad avere dei significativi rendimenti positivi e il loro prezzo tende a salire in maniera considerevole. Tuttavia, si deve tenere in considerazione anche la variazione del valore delle azioni di Classe A: evidenze empiriche dimostrano che la diminuzione del loro prezzo è trascurabile quando le azioni senza diritto di voto rappresentano solo una piccola percentuale del patrimonio complessivo dell'azienda, mentre in caso contrario gli azionisti proprietari delle azioni con diritto di voto saranno maggiormente danneggiati. Inoltre, maggiore è il voting premium e il valore che viene dato alle azioni di Classe A a causa dei loro diritti, maggiore è la loro successiva diminuzione di prezzo dopo tale evento. Come si può notare dalla Figura 29, nel caso in cui le azioni con maggiori diritti di voto vengono scambiate ad un prezzo superiore del 100% rispetto a quello delle azioni senza diritti di voto e le azioni di Classe B rappresentano soltanto l'1% del totale, un'unificazione 1:1 aumenterebbe il valore voting shares del 99%, mentre ridurrebbe quello delle non voting shares soltanto del 0,50%. Mantenendo invariato il voting premium ma cambiando la percentuale delle azioni senza diritti di voto dall'1% al 50%, si può osservare come il danno patrimoniale per gli azionisti che detengono azioni di Classe A sia nettamente maggiore: in questo scenario, infatti, il loro prezzo subisce una variazione media del -25%, mentre il valore delle non voting shares aumenta del 50% fino al nuovo prezzo di equilibrio.

<i>Classes of shares</i>	<i>Voting premium</i>	<i>Quota of non-voting shares on total shares</i>				
		1.00%	10.00%	25.00%	33.33%	50.00%
<i>Non-voting shares</i>	100%	99.00%	90.00%	75.00%	66.67%	50.00%
<i>Voting shares</i>		-0.50%	-5.00%	-12.50%	-16.67%	-25.00%
<i>Non-voting shares</i>	50%	49.50%	45.00%	37.50%	33.33%	25.00%
<i>Voting shares</i>		-0,33%	-3.33%	-8.33%	-11.11%	-16.67%
<i>Non-voting shares</i>	20%	19.80%	18.00%	15.00%	13.33%	10.00%
<i>Voting shares</i>		-0.17%	-1.67%	-4.17%	-5.56%	-8.33%
<i>Non-voting shares</i>	10%	9.90%	9.00%	7.50%	6.67%	5.00%
<i>Voting shares</i>		-0.09%	-0.91%	-2.27%	-3.03%	-4.55%

Figura 29: Variazione del valore delle azioni con e senza diritto di voto a seconda della percentuale di azioni di Classe B in circolazione e del voting premium. [Fonte: Bigelli, Mehrotra e Rau (2006)].

Precedentemente si è potuto notare come l'effetto positivo dell'unificazione in Italia sulla capitalizzazione di mercato della società, in media, non sia statisticamente significativo e come la maggior parte di tali eventi non preveda una compensazione per gli azionisti proprietari di voting shares. Come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), un motivo che può spingere l'azionista di maggioranza a portare a termine tale evento che, in teoria, tende a far diminuire la sua ricchezza, è la possibilità che egli acquisti un blocco di azioni senza diritto di voto prima della conversione; il possesso di queste, il cui prezzo aumenterà, dovrebbe andare a compensare l'effetto negativo derivante dal calo del valore delle azioni di Classe A.

In Italia, questa pratica opportunistica si è riscontrata più volte, tanto che attirò l'attenzione della Consob, la quale in un comunicato ufficiale nel 2001 dichiarò che “negli ultimi anni abbiamo osservato un significativo aumento delle operazioni straordinarie coinvolgenti azioni senza diritto di voto emesse da società quotate seguite dalla loro delisting”. Al fine di aiutare gli investitori a prendere decisioni di investimento corrette, "l'organo di regolamentazione italiano chiede quindi ai principali azionisti di comunicare pubblicamente, nei modi e nei tempi indicati dall'articolo 66 della legge 11971/1999, l'esecuzione di operazioni su azioni senza diritto di voto effettuate da chiunque faccia parte del gruppo di controllo, se, grazie alle suddette operazioni, il gruppo di controllo finisce per possedere azioni senza diritto di voto che rappresentano una frazione del patrimonio dell'azienda superiore al 2%, 5%, 7,5%, 10% e multipli successivi del 5% o se lo stesso gruppo riduce la sua quota al di sotto delle soglie sopra indicate"⁹⁹. Tuttavia, questa direttiva impartita dalla Consob non fu resa obbligatoria e quindi vi è il sospetto che fu ignorata in alcuni casi.

Nonostante l'insider trading fosse disciplinato dal TUF¹⁰⁰, alcune operazioni sospette di compravendita di azioni da parte del maggiore azionista poco prima dell'unificazione sono state difficili da valutare e giudicare dal momento che risultava complicato dimostrare che la decisione di unificazione fosse già stata presa al momento di tali negoziazioni. Ora, risulta

⁹⁹ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), “Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy”, Working Paper.

¹⁰⁰ Compie tale reato “chiunque, essendo in possesso di informazioni privilegiate in ragione della sua qualità di membro di organi di amministrazione, direzione o controllo dell'emittente, della partecipazione al capitale dell'emittente, ovvero dell'esercizio di un'attività lavorativa, di una professione o di una funzione, anche pubblica, o di un ufficio:

- a) acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o per conto di terzi, su strumenti finanziari utilizzando le informazioni medesime;
- b) comunica tali informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio;
- c) raccomanda o induce altri, sulla base di esse, al compimento di taluna delle operazioni indicate nella lettera a)”. (<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/insidertrading.htm>)

essere interessante evidenziare alcuni casi in cui la Consob ebbe il sospetto che furono messi in atto comportamenti illeciti; tuttavia, è bene sottolineare come in nessuno di questi ci furono dei risvolti penali.

CASO 1: FIN.PART

Fin.part era una piccola società all'interno del settore tessile. Il consiglio di amministrazione annunciò l'unificazione delle classi azionarie il 24 gennaio 2000, affermando che si sarebbe messa in atto una conversione coercitiva 1:1. Come mostrato precedentemente e come si è poi effettivamente verificato, dal momento che sia il voting premium (53,44%) sia la percentuale di azioni senza diritto di voto (40%) erano notevolmente alte, tale unificazione avrebbe deprezzato considerevolmente le azioni con diritto di voto.

Gli azionisti di controllo di Fin.part erano anche al comando di una società lussemburghese chiamata Miravan Luxemburg, la quale, 6 mesi prima dell'annuncio dell'unificazione delle classi azionarie da parte di Fin.part, fece un'offerta pubblica di acquisto volontaria per il 100% delle sue azioni senza diritto di voto (privilegiate e non); come scritto da Bigelli (2004), circa il 66,16% dei proprietari di non voting preference shares e il 58,52% dei possessori di non voting shares (without preference) cedettero le proprie azioni. Il volume delle negoziazioni fu anomalo e sospettosamente troppo elevato nei tre giorni immediatamente prima all'annuncio dell'unificazione, suggerendo una conoscenza anticipata dell'evento.

Dal prospetto dell'offerta pubblica, si è potuto stabilire come il 54% di Miravan Luxemburg era controllato da Valcor; quest'ultima azienda controllava Fin.part in maniera diretta e indiretta, detenendo in totale il 33,3% delle azioni con diritto di voto. In sintesi, si può affermare come la Valcor, mediante l'azienda controllata lussemburghese (Miravan Luxemburg) aveva cercato di acquistare tutte le azioni senza diritto di voto poco prima dell'unificazione; sei mesi dopo, si procedette all'unificazione delle classi azionarie, in modo tale da far aumentare il valore delle azioni da loro comprate, incrementando la loro ricchezza. Se da un lato gli azionisti di controllo ci hanno sicuramente guadagnato, lo stesso non si può dire per gli altri azionisti; coloro che hanno venduto le azioni senza diritto di voto sono stati espropriati della loro ricchezza mentre quelli che detenevano piccole quote di azioni con diritti di voto sono andati incontro a perdite ingenti. Considerando un periodo di tempo dal giorno prima dell'unificazione a quello dopo, infatti, il prezzo delle azioni con diritto di voto ebbe una

variazione pari a circa il -7%; gli azionisti di controllo, compensarono questo effetto negativo grazie all'aumento del 26,80% del valore delle non voting shares precedentemente comprate.

CASO 2: CIR

CIR era una società appartenente ad un gruppo piramidale controllato dalla famiglia De Benedetti. A settembre del 2000, il consiglio di amministrazione annunciò un'unificazione forzata con conversione 1:1. Come emerge nell'opera di Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), il voting premium era pari al 21,70% e le azioni senza diritto di voto rappresentavano il 22,5% del totale del patrimonio aziendale; in questo scenario, nell'arco temporale [-1,+1] le azioni con diritto registrarono un rendimento anomalo del -6,73%, mentre quelle prive di tale diritto guadagnarono il +6,44%.

In questo caso, l'espropriazione degli azionisti di minoranza non si verificò soltanto a causa dell'acquisto di azioni di Classe B da parte dei soci di controllo prima dell'annuncio dell'unificazione, bensì anche tramite l'assegnazione di piani di stock options per l'acquisto sempre di tali azioni un anno prima di tale evento. La prima data utile in cui si potevano riscattare tali azioni fu fissata per il 22 dicembre 1999, seguita da ulteriori date come il 31 marzo, il 30 giugno, il 30 settembre e il 31 dicembre, fino alla fine del 2003. Coincidenza volle che tutti i membri del consiglio di amministrazione esercitassero tale opzione di acquisto immediatamente, alla prima data utile: ad esempio, il CEO dell'azienda, un membro della famiglia di controllo, aveva esercitato le sue stock option per 2 milioni di azioni in quella data. Inoltre, CIR era a sua volta controllata da Cofide, un'altra società dove al comando vi era la famiglia De Benedetti: nei mesi di aprile e maggio del 2000, pochi mesi prima dell'annuncio, si registrò un notevole acquisto di azioni senza diritto di voto da parte di Cofide e una vendita di parecchie azioni con tale diritto.

In questo caso, degna di nota è la variazione della capitalizzazione di mercato dell'impresa, pari a circa il -4%; il malo modo in cui è stata gestita questa unificazione ha aumentato negli investitori le aspettative di cattiva condotta gestionale futura, facendo prevalere gli aspetti negativi rispetto a quelli positivi dettati da un ritorno a una struttura di capitale one share one vote.

CASO 3: ALLEANZA ASSICURAZIONI

Alleanza Assicurazioni è una compagnia assicurativa italiana ed è controllata da Generali, la prima ad entrare in tale ramo in Italia ed una delle più grandi in Europa. A seguito delle normative impartite dalla Consob, Generali, nell'arco di pochi giorni tra la fine di settembre e l'inizio di ottobre 2001, effettuò due comunicati stampa, nei quali prima dichiarò di avere aumentato al 6% la propria partecipazione per quanto riguarda le azioni senza diritto di voto di Alleanza Assicurazioni, mentre nel successivo affermò che il possesso di tali azioni era incrementato ulteriormente, fino ad arrivare al 7,8%. Solo 44 giorni dopo tali dichiarazioni, il consiglio di amministrazione di Alleanza Assicurazioni annunciò un'unificazione coercitiva con conversione 1:1.

Prima dell'annuncio, il prezzo di mercato delle azioni con e senza diritti di voto era rispettivamente pari a €12,196 e €9,527. Come scritto da Bigelli, Mehrotra e Rau (2006), il Sole 24 Ore riguardo questa trasformazione della struttura azionaria affermava che “maintaining the same overall market capitalization of the last trading date preceding the announcement, the price of a voting share should drop from 12.13 euro to 11.7 euro with a drop of 3.5%”¹⁰¹. Tuttavia, nella finestra temporale [-1,+1] le voting shares subirono una diminuzione del loro valore pari al -7,78%, mentre il prezzo delle non voting shares aumentò del +17,12%.

Generali continuò ad aumentare la percentuale di azioni di Classe B da lei posseduta (arrivando al 10,25%) fino a quando l'unificazione venne poi approvata a dicembre dello stesso anno da tutti gli azionisti. Dal momento che questa approvazione dell'unificazione con conversione 1:1 delle azioni sembrava una scontata formalità, questo acquisto anomalo di azioni da parte di Generali si presume che fosse progettato per mitigare l'effetto di diluizione del suo potere di voto, mantenendo inalterata la sua posizione di controllo su Alleanza Assicurazioni.

¹⁰¹ Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), “Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy”, Working Paper.

4. Dual class, Ipo e Underpricing

4.1 IPO: benefici e costi del quotarsi in Borsa

Con Initial Public Offering, o più semplicemente IPO, si indica il processo attraverso il quale un'azienda decide di quotarsi per la prima volta all'interno di un mercato borsistico primario, offrendo i propri titoli agli investitori. Questi strumenti finanziari messi in vendita dall'azienda saranno successivamente oggetto di scambio nel mercato secondario. In maniera più formale, un'IPO viene definita come una “particolare tipologia di offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione finalizzata all'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato”¹⁰². A differenza dell'emissione di titoli finanziari da parte di società già quotate (Seasoned equity offering), le IPO sono soggette ad un'incertezza notevolmente maggiore a causa del fatto che non è possibile osservare un prezzo di mercato dei titoli già fissato e altre informazioni societarie. Proprio per questo, la prima quotazione in Borsa di un'impresa rappresenta una scelta di carattere strategico, nonché un momento cruciale nella vita di una società, che può portarla a crescere con successo e in maniera più rapida oppure anche al fallimento. Un'IPO non deve essere vista soltanto come un metodo per raccogliere del capitale con lo scopo di far crescere l'impresa, bensì come un evento che comporta tutta una serie di cambiamenti sostanziali nell'assetto societario interno e nei rapporti con tutti gli stakeholders; da un lato ciò può permettere all'azienda di ottenere un vantaggio competitivo sul mercato, dall'altro si rischiano di rompere quegli equilibri che caratterizzavano prima l'impresa.

L'IPO può essere portata a compimento tramite due modalità diverse, oltre che mediante una loro combinazione:

- OPS (Offerta Pubblica di Sottoscrizione): vengono emesse nuove azioni, le quali vengono comprate da investitori. Si ha un aumento di capitale, i guadagni vengono incassati interamente dalla società, e le quote dei vecchi azionisti tendono a diluirsi.

¹⁰² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

- OPV (Offerta Pubblica di Vendita): vengono offerte al pubblico azioni che prima erano detenute dai soci. Non si ha un aumento di capitale e i guadagni vanno nelle tasche dei soci che hanno venduto i loro titoli.

Quotarsi in Borsa è una delle decisioni più importanti nella vita di una società: come scritto da Ljungqvist (2007), da un lato permette di raccogliere capitale dagli investitori, può abbassare il costo del finanziamento delle attività, permette ai soci di diversificare i loro investimenti e consente all'impresa di avere maggior risalto e pubblicità; dall'altro l'azienda acquisisce nuovi obblighi sia in termini di divulgazione sia di trasparenza e vende delle quote a persone esterne che in futuro potranno votare "*with their feet*" anziché assistere coloro che prendono decisioni all'interno dell'azienda. Per fare questa scelta, le imprese devono valutare attentamente i benefici e i costi che ne possono derivare.

Ora, risulta interessante analizzare alcuni dei principali vantaggi e svantaggi che possono scaturire dalla decisione di quotarsi.

4.1.1 Costi

Innanzitutto, come emerge nell'opera di Jensen e Meckling (1976), quando un imprenditore procede all'IPO e diminuisce le proprie quote, è maggiormente incentivato ad estrarre benefici privati. Egli, infatti, ha un'utilità che è un mix fra benefici monetari (BM), i quali derivano dal reddito residuo dell'impresa, e da benefici non monetari (BNM), ovvero il potere, la fama e il prestigio. Quando l'imprenditore detiene il 100% delle quote della società, se vuole aumentare i BNM si ritrova costretto a pagare il 100% delle spese necessarie a procurarseli; in questo caso, egli raggiungerà un punto di equilibrio tra i due benefici quando l'utilità marginale di 1€ di spesa per ottenere i BNM sarà pari all'utilità marginale che egli riceve da un aumento di 1€ del profitto dell'impresa e dei dividendi. Quando la struttura proprietaria muta e l'imprenditore vende una quota α ad azionisti esterni, egli avrà dei diritti al cash flow inferiori al 100%. Dal momento che i BNM sono benefici privati mentre i BM sono pubblici, egli sarà incentivato ad utilizzare le risorse dell'impresa per ottenere benefici non monetari anziché per portare avanti attività fondamentali per l'azienda che generano maggiori profitti. Se attraverso l'IPO l'imprenditore mantiene solo più il 60% dei diritti patrimoniali, per

ogni euro che spende in BNM, a lui costano solo più sessanta centesimi; egli trova più utile, quindi, aumentare le spese nei BNM privati a scapito dei BM pubblici: infatti, l'utilità marginale netta di 1€ speso per ottenere benefici non monetari, pari a 1€, è superiore a quella di 1€ speso per guadagnare benefici monetari, uguale a 60 centesimi.

Di conseguenza nascono due grandi problemi: vi è inefficienza ex-post dovuta all'azzardo morale dell'imprenditore che tende a consumare maggiormente benefici privati e si sforza meno nel cercare di massimizzare il valore della società, mentre quella ex-ante è dovuta al fatto che, a causa dei possibili comportamenti opportunistici dell'imprenditore, gli investitori tenderanno a finanziare meno i progetti e offrire meno fondi, e ciò porterà inevitabilmente l'imprenditore a scegliere in maniera sub-ottimale i progetti d'investimento da portare avanti (selezione avversa).

Nello scenario in cui l'imprenditore possiede il 100% delle quote della società, la sua utilità per portare avanti un determinato progetto è data dai benefici monetari che ottiene meno il costo del suo impegno:

$$\begin{aligned} \text{Max}U(e) &= \text{Max}[V(e) - C(e)] \\ \frac{dU}{de} &= \frac{dV(e)}{de} - \frac{dC(e)}{de} = 0 \\ \frac{dV(e)}{de} &= \frac{dC(e)}{de} \end{aligned}$$

Con V=valore del progetto, C=costo del suo sforzo ed e=sforzo.

In questo caso, lo sforzo che l'imprenditore impiega è uguale a quello ottimale che dovrebbe esercitare ($e = e^*$).

Nel caso in cui, invece, l'imprenditore quota la sua azienda in Borsa e quindi vende delle quote, a parità dello sforzo impiegato egli otterrà dei benefici monetari inferiori. Per calcolare lo sforzo ottimale per l'imprenditore, bisogna quindi tenere conto di questa variazione:

$$\frac{dU}{de} = \frac{d[(1 - \alpha)V(e)]}{de} - \frac{dC(e)}{de} = 0$$

con $1 - \alpha$ = quota ancora detenuta dall'imprenditore.

Inevitabile, in questo scenario, trovare un valore dello sforzo e inferiore a quello ottimale e^* : come detto prima, questo minor sforzo nella gestione del processo provoca un'inefficienza ex-post. Inoltre, se $e < e^*$, anche il valore atteso del progetto V sarà più basso.

Tuttavia, gli investitori possono prevedere questa diminuzione sia di V che di e : questi, infatti, anticipano questo comportamento opportunistico dell'imprenditore e offrono meno

fondi all'imprenditore, permettendogli di portare avanti un progetto dal valore minore. L'inefficienza ex-ante si viene quindi a creare dal momento che la scelta dei progetti e il conseguente investimento che l'imprenditore metterà in atto saranno sub-ottimali, permettendo all'impresa di crescere meno di quanto avrebbe potuto fare. Il prezzo che i nuovi azionisti saranno propensi a pagare per le nuove azioni sarà, quindi, inferiore a quello che si può considerare "equo", dal momento che sconterà la divergenza tra i loro interessi e quelli dell'imprenditore. Si viene ad osservare, così, l'underpricing, ovvero un "fenomeno tipico delle operazioni di OPV e IPO che si verifica quando il prezzo di collocamento è inferiore al prezzo di mercato dei titoli al momento della quotazione"¹⁰³. Questo sconto sul prezzo risulta essere un costo dell'IPO dal momento che determina una riduzione del valore dell'impresa; tuttavia, l'imprenditore se accetta di quotarsi lo stesso è perché si aspetta che la perdita dovuta all'underpricing sia minore dell'aumento dei benefici (sia monetari sia non monetari) che lui otterrà dalla vendita di alcune quote. Inoltre, l'imprenditore dovrà sostenere anche dei costi di agenzia del capitale di rischio, tra cui quelli derivanti dal monitoring (costi di sottoporsi ad azioni di monitoraggio, come ad esempio costi di revisione interna, vincoli di bilancio ecc), dal bonding (costi derivanti dal tentativo dell'imprenditore di dimostrare il proprio commitment, il suo impegno nell'impresa) e da una perdita residua. L'imprenditore decide di sopportare questi costi nel caso in cui pensa che l'incremento netto della ricchezza è superiore ai benefici non monetari a cui deve rinunciare.

Nel momento dell'IPO, l'imprenditore deve dunque scegliere la struttura proprietaria ottimale in modo tale da minimizzare i costi di agenzia: deve scegliere la percentuale di quote da mantenere, quella da offrire agli investitori esterni e la frazione di debito a cui ricorrere. Jensen e Meckling (1976) arrivarono alla conclusione che è preferibile per l'imprenditore tenere alta la sua quota e ricorrere al debito quando il suo margine di discrezionalità è elevato, quando il suo impegno è fondamentale per il successo dei progetti e quando l'azienda ha poche opportunità di investimento ed elevata liquidità. D'altro canto, conviene ricorrere all'IPO quando il suo margine di discrezionalità è basso, il suo contributo e il suo sforzo sono meno fondamentali per portare a termine i progetti e quando l'impresa ha molte opportunità di crescita, le quali devono essere finanziate con un'ingente somma di capitale.

Infine, Myers e Majluf (1984) affermarono che se l'underpricing superasse l'NPV del progetto, l'imprenditore si ritroverebbe costretto a non finanziarlo. Questo risulta essere un

¹⁰³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

costo opportunità poiché, se si fosse portato avanti, avrebbe aumentato il valore dell'impresa. In questo caso, invece, il valore della società si riduce e si entra in una trappola finanziaria; per uscire da essa, i due studiosi affermarono che prima di ricorrere all'outside equity bisognava ricorrere a fonti di finanziamento meno costose, quali i fondi propri e il debito. Loro crearono così una gerarchia delle fonti finanziarie (Pecking order), da quella meno costosa a quella più costosa: in ordine vi sono, quindi, i fondi propri, il debito privo di rischio o a basso contenuto di informazione privata in modo tale da non indurre reazioni di prezzo e l'emissione di azioni. Le imprese maggiormente sottoposte a questo rischio di underpricing sono quelle piccole e giovani, le quali hanno ancora una bassa reputazione e credibilità, quelle non appartenenti a gruppi industriali, quelle appartenenti ai settori *high-tech* o *research intensive*, quelle con debito non certificato e quelle in forte crescita che distribuiscono un dividendo basso.

Un altro costo derivante dal *going public* sono tutte le spese amministrative che devono essere sostenute dall'impresa; come scritto da Pagano, Panetta e Zingales (1998), quotarsi in Borsa "implies considerable indirect costs: underwriting fees, registration fees, etc. On top of the initial expenses, one must consider the yearly layouts on auditing, certification and dissemination of accounting information, stock exchange fees, etc"¹⁰⁴. Una società deve essere in grado di sostenere sia dei costi iniziali sia quelli ricorrenti che derivano proprio dal fatto di essersi quotati; per quanto riguarda i primi, possono essere suddivisi in costi collegati alla riorganizzazione di funzioni aziendali e costi relativi all'ammissione al mercato azionario. È importante sottolineare come molte di queste spese non siano proporzionali alla grandezza dell'IPO, perciò il peso che queste esercitano sulle piccole imprese sarà di gran lunga superiore rispetto a quello che grava sulle grandi società. Per quanto riguarda le spese ricorrenti, significativi sono i costi di revisione e certificazione annuale del bilancio, di gestione dei rapporti con gli azionisti e quelli straordinari da sostenere per l'adempimento di obblighi informativi e di pubblicazione del bilancio in concomitanza di eventi eccezionali. In sintesi, si può dunque affermare come la quotazione all'interno di un mercato borsistico necessita un impiego di forze, tempo, notevoli risorse e molti costi non solo nella fase iniziale, bensì anche durante tutte le fasi successive all'IPO.

Infine, un altro costo è rappresentato dagli obblighi di trasparenza, dalla perdita di riservatezza e dalla divulgazione di informazioni strategiche. Una società che decide di quotarsi

¹⁰⁴ Pagano M., Panetta F. e Zingales L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", Journal of Finance.

deve rispettare un insieme di obblighi informativi necessari affinché gli investitori vengano protetti a sufficienza. Tuttavia, ciò costringe le aziende a rivelare informazioni che potrebbero essere cruciali per mantenere il loro vantaggio competitivo, come ad esempio dati riguardanti i finanziamenti in ricerca e sviluppo o future strategie di marketing. Ciò fa presupporre una correlazione negativa fra l'intensità di R&D di un'impresa e la sua probabilità di IPO, dal momento che successivamente dovrebbe fare *disclosure* di tutte le attività in corso o future. In aggiunta, la perdita di riservatezza non si verifica soltanto nel momento della quotazione, bensì anche durante tutto il tempo in cui la società sarà quotata: come scritto da Pagano, Panetta e Zingales (1998), prima di decidere di procedere con un'IPO, dunque, sarà necessario essere ben consapevoli del fatto che l'azienda sarà sorvegliata in maniera molto più stretta da parte delle autorità, riducendo quindi anche il loro margine di elusione ed evasione fiscale rispetto alle imprese private, lo stipendio del management e le loro quote saranno rese pubbliche, così come anche loro attività finanziarie esterne saranno oggetto di indagine da parte di media ed investitori.

4.1.2 Benefici

Innanzitutto, come spiegato da Ritter e Welch (2002), “il beneficio principale portato dalla quotazione e la ragione che spinge maggiormente le aziende ad adottare una scelta di questo tipo è la raccolta di capitale”¹⁰⁵. Grazie a questa ingente somma di denaro raccolta, le aziende riescono ad investire maggiormente in ricerca e sviluppo e finanziare in maniera più corposa la propria crescita, portando avanti i progetti di valore. Zingales (1995) sostenne che l'IPO rappresenta “la più grande raccolta di capitale che una società abbia mai fatto”¹⁰⁶: come si può notare dalla Figura 30, il capitale raccolto da queste emissioni di capitale può raggiungere cifre esorbitanti.

¹⁰⁵ Ritter J. R. and Welch I. (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Yale ICF Working Paper No. 02-01, Social Science Research Network.

¹⁰⁶ Zingales L., (1995), “Insider ownership and the decision to go public”, Review of Economic Studies

Società	Capitale raccolto (miliardi di \$)
Saudi aramco	29.4
Alibaba.com	25.0
SoftBank	23.5
Agricultural Bank of China	22.1
ICBC	21.9
AIA	20.5
General Motors	20.1
NTT docomo	18.4
Visa	17.8
Enel	17.4
Facebook	16.0

Figura 30: IPO più importanti della storia. [Fonte: Statista]

Raccogliere capitale di rischio risulta essere fondamentale se si hanno tante opportunità di crescita; se da un lato, come si è potuto notare precedentemente, il debito è una fonte di finanziamento meno costosa, dall'altra se si raggiunge un certo livello di leverage quest'opzione non risulta più conveniente a causa dell'aumento dei costi di bancarotta. Ricorrere all'IPO può dunque essere la via migliore per raccogliere capitale e finanziare nuovi progetti.

Di conseguenza, quotarsi in Borsa può essere un metodo assai valido per diversificare e ampliare le fonti di finanziamento. Come è stato detto precedentemente, una società può decidere di finanziare la propria crescita tramite autofinanziamento, richiedendo prestiti alle banche oppure ricorrendo all'outside equity; come scritto da Pagano, Panetta e Zingales (1995), "a key benefit of going public is to gain access to a source of finance alternative to banks. In the presence of informational asymmetries, a company with large external funding needs may face high interest rates or even credit rationing. Issuing external equity can relieve that financing constraint"¹⁰⁷. In presenza di asimmetrie informative, una società che necessita ingenti somme di denaro potrebbe fare i conti con tassi di interesse elevati o con un razionamento del credito se si rivolgesse alle banche, e ciò renderebbe meno attraente l'idea del raccogliere il capitale; ricorrendo all'IPO, vengono imposti alla società degli obblighi informativi e di trasparenza che riducono tali asimmetrie ed alleviano questo problema. Così facendo, l'impresa riesce a perseguire le opportunità di investimento e a riequilibrare la propria struttura del capitale, permettendo a società particolarmente indebitate di migliorare il rapporto tra debito e capitale proprio, diminuendo così i costi di bancarotta che andavano ad inficiare negativamente sulla

¹⁰⁷ Pagano M., Panetta F. e Zingales L. (1995), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", NBER Working Paper.

valutazione aziendale. Migliorando le proprie situazioni finanziarie, le società beneficeranno nel diventare pubbliche anche grazie alla possibilità di accedere successivamente al debito a condizioni economicamente più vantaggiose. D'altra parte, ricorrere all'outside equity permette anche all'imprenditore di diversificare maggiormente i propri investimenti, riducendo il proprio rischio. Tale diversificazione può essere raggiunta in maniera diretta, disinvestendo nell'impresa e reinvestendo in altri asset al di fuori di essa, oppure in maniera indiretta, raccogliendo capitale da investitori esterni, perseguendo le opportunità di investimento dell'impresa finanziandole con il denaro racimolato, e spendendo parte dei propri fondi privati acquisendo quote di altre compagnie.

In terzo luogo, una società può decidere di quotarsi per rafforzare la propria immagine, dal momento che ciò conferisce notorietà e prestigio. La maggior parte degli investitori possiede portafogli costituiti da una piccola varietà di titoli esistenti perché ignorano semplicemente l'esistenza di alcune società e delle loro potenzialità: la quotazione in Borsa aiuta a risolvere questo problema, fungendo da pubblicità per l'azienda. Quando i titoli di un'azienda iniziano ad essere scambiati all'interno del mercato borsistico, gli analisti finanziari iniziano a seguire con grande interesse le sue performance; se una società dimostra effettivamente di avere ottime potenzialità di crescita, è più facile che la stampa inizi a scrivere articoli a riguardo, accrescendo ancor di più l'interesse degli investitori. Tutto ciò permette all'azienda di acquisire notorietà e prestigio, consentendole di far conoscere sé stessa e i propri prodotti/servizi ad un pubblico sempre più grande e, conseguentemente, di incrementare le vendite e il proprio valore. Inoltre, una migliore reputazione, unita all'obbligo di una maggiore trasparenza nei bilanci e divulgazione, consente all'impresa di migliorare il suo standing creditizio, il quale influisce sulla sua capacità di ottenere prestiti, finanziamenti e condizioni di credito favorevoli.

Un altro fattore che può indurre l'imprenditore a quotare in Borsa la propria azienda è la sua volontà di vendere pian piano l'azienda; come emerge dallo studio di Zingales (1995), procedere con un'IPO è il primo step messo in atto dall'imprenditore per cercare di massimizzare il valore della società e procedere poi successivamente alla sua vendita. Con la quotazione dell'impresa, l'imprenditore deve decidere le percentuali di cash flow e voting rights da mantenere: tipicamente l'imprenditore tenderà a vendere una buona parte dei diritti al cash flow ad un azionariato disperso, tenendosi invece una grande quota dei diritti di voto per poter usufruire dei benefici privati del controllo che ne possono derivare. Se ci si aspetta che il valore dell'azienda aumenta, procedere con l'IPO è la scelta ottimale per vendere successivamente

l'azienda: infatti, vendendo gran parte dei cash flow rights e mantenendo la maggioranza dei voting rights, l'imprenditore riesce ad estrarre del surplus che deriva dall'aumento del cash flow del futuro acquirente, evitando la necessità di negoziarne il valore con quest'ultimo. Comunque, rimanendo al comando, l'imprenditore riesce a estrarre una parte dell'utile derivante dai più grandi benefici privati dell'acquirente anche in una diretta negoziazione. In conclusione, si può dunque affermare che procedere con la quotazione permette all'imprenditore di raggiungere la struttura proprietaria ideale che massimizzi il guadagno che egli può ottenere da una eventuale vendita della società.

Inoltre, come scritto da Pagano, Panetta e Zingales (1998), "going public can decrease the agency problems between shareholders and managers, because the stock market provides additional ways to discipline management"¹⁰⁸. Procedere con l'IPO dovrebbe rendere più agevoli e meno costose le attività di monitoring, le quali vengono utilizzate per disciplinare i comportamenti del management. Ad esempio, l'estrazione di benefici privati, e tutti quei comportamenti opportunistici che possono essere messi in atto dal maggiore azionista, dovrebbero essere limitati a causa di una maggiore vigilanza delle autorità sulle attività dell'impresa. Inoltre, la possibilità di incentivare i manager con un sistema *pay for performance* favorirebbe la competizione fra i manager, inducendoli a comportarsi in maniera corretta e garantendo che quelli incapaci vengano sostituiti. Infine, la possibilità per gli azionisti di minoranza di vendere le proprie azioni in maniera massiccia, provocando un calo drastico del prezzo delle azioni e aumentando la probabilità di un'eventuale scalata, potrebbe indurre il management a comportarsi meglio, dal momento che l'insediamento di un nuovo gruppo al comando della società potrebbe estromettere il management che ha causato indirettamente tale ingente perdita del valore della società.

Un vantaggio derivante dalla quotazione è anche una maggior liquidità delle azioni dell'impresa. I titoli delle società quotate vengono scambiate all'interno di un mercato regolamentato, e ciò rende meno costoso per i piccoli azionisti fare operazioni di trading; così facendo, i volumi di azioni scambiate tendono ad aumentare. Come scritto da Pagano, Panetta e Zingales (1998), "providing liquidity services to shareholders in a more cost-effective way translates into a higher price for the company's shares"¹⁰⁹;

¹⁰⁸ Pagano M., Panetta F. e Zingales L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", Journal of Finance.

¹⁰⁹ Pagano M., Panetta F. e Zingales L. (1998), "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis", Journal of Finance.

Infine, come emerge dallo studio di Ritter (1991), ci possono essere dei periodi, chiamati *windows opportunity*, in cui il mercato sopravvaluta le opportunità di crescita delle aziende appartenenti ad un determinato settore, valutando in maniera errata il valore delle stesse. È possibile che ciò induca altre imprese private a diventare pubbliche, in modo tale da sfruttare tale sopravvalutazione. La decisione di quotarsi può anche essere legata al fenomeno del *market timing*: un imprenditore potrebbe decidere di procedere con un'IPO nel momento in cui l'azienda sta performando molto bene, in modo tale da indurre il mercato a valutare più positivamente del dovuto le azioni della stessa. Se la quotazione è portata a termine semplicemente per sfruttare i vantaggi derivanti dai fenomeni di *windows opportunity* o di *market timing*, è possibile che si osservi successivamente a tale evento una vendita di un'alta percentuale di azioni da parte di manager o grandi azionisti.

4.2 Che cos'è l'underpricing?

Si è potuto constatare precedentemente come la quotazione in Borsa di un'impresa avviene tramite un'IPO: in questo modo vengono messi sul mercato dei titoli finanziari che permetteranno all'imprenditore di raccogliere capitale e finanziare eventuali opportunità di crescita. Tuttavia, quando le azioni vengono offerte agli investitori, esse vengono immesse sul mercato ad un prezzo tendenzialmente inferiore al loro *fair value*: si presenta così il fenomeno dell'underpricing, il quale comporta dei costi per l'imprenditore. In maniera più formale, tale fenomeno è definito da Ljungqvist (2007) come “la differenza percentuale tra il prezzo a cui le azioni tramite IPO sono state vendute agli investitori (il prezzo dell'offerta) e il prezzo a cui le azioni vengono successivamente scambiate sul mercato”¹¹⁰. Empiricamente, l'underpricing può dunque essere calcolato con la seguente formula:

$$U = \frac{P_c - P_o}{P_o}$$

con P_c = prezzo di chiusura al primo giorno di trading e P_o = prezzo di offerta agli investitori.

¹¹⁰ Ljungqvist A. (2007), “Handbook of Empirical Corporate Finance”, Handbooks in Finance, Volume 1, Chapter 7 - IPO Underpricing.

Questa formula ha maggior senso quando si analizzano azioni che sono quotate in mercati finanziari ben sviluppati e in assenza di restrizioni sulle variazioni dei prezzi: maggiore è stato il deprezzamento in fase di offerta, maggiore è l'aumento del valore di tali strumenti finanziari una volta che sono stati quotati in Borsa. Tuttavia, in alcuni Paesi che presentano mercati finanziari poco sviluppati o limiti di volatilità giornaliera (come nel caso della Borsa di Atene negli anni '90 che prevedeva una massima variazione giornaliera dei prezzi pari all'8%), è meglio non tenere conto solo del primo giorno in cui le azioni vengono scambiate, bensì è più ragionevole calcolare l'underpricing utilizzando il prezzo delle azioni che è stato raggiunto dopo un periodo di tempo più lungo di un giorno.

Un altro metodo per calcolare l'entità di tale fenomeno consiste nel misurare l'importo di "denaro lasciato sul tavolo", o *money left on the table*. Questo termine, come scritto da Loughran e Ritter (2002), "is defined as the first day price gain multiplied by the number of shares sold. If the shares had been sold at the closing market price rather than the offer price, the proceeds of the offering would have been higher by an amount equal to the money left on the table. Alternatively, the same proceeds could have been raised by selling fewer shares, resulting in less dilution of the preissue shareholders. The investors' profit come out of the pocket of the issuing company and its preissue shareholders"¹¹¹.

$$\text{Money left on the table} = (P_c - P_o) * \text{azioni emesse tramite IPO}$$

Tuttavia, è evidente come questo calcolo risulta essere approssimativo dal momento che viene fatta un'assunzione molto forte, ovvero che tutte le azioni emesse sarebbero state vendute al prezzo di chiusura al termine del primo giorno di negoziazione.

I motivi dell'underpricing sono molteplici, alcuni di carattere volontario ed altri involontario: per riassumerli, si può affermare come "le società possono scegliere consapevolmente di offrire al pubblico i loro titoli ad un prezzo inferiore al presumibile prezzo di mercato al momento della quotazione per incentivare gli investitori ad aderire all'offerta, o per favorire la massima diffusione dei titoli fra un vasto pubblico, oppure per l'esistenza di rilevanti asimmetrie informative fra i partecipanti all'operazione. Sull'entità dell'underpricing possono incidere anche altri fenomeni quali un eventuale squilibrio fra domanda e offerta dei titoli proposti nonché lo sconto riconosciuto agli investitori rispetto a titoli già quotati di società confrontabili oppure ancora fenomeni di natura comportamentale"¹¹².

¹¹¹ Loughran T. e Ritter J. R. (2002), "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?", *Review of Financial Studies*.

¹¹² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

Gli Stati Uniti sono il Paese che presenta le quotazioni in Borsa più rilevanti, sia dal punto di vista del numero di aziende che diventano pubbliche sia da quello dell'importo totale di capitale raccolto. Come si può notare dalla Figura 31, nella maggior parte degli anni l'underpricing si attesta mediamente tra il 10% e il 20%, tuttavia si può osservare un notevole grado di variabilità nel tempo. Esistono periodi in cui l'underpricing è molto elevato e le azioni vengono emesse con sconti piuttosto sostanziali rispetto al loro valore di negoziazione nel mercato secondario, mentre in altre rarissime occasioni le azioni tendono ad essere emesse ad un prezzo più alto. I periodi in cui l'underpricing delle azioni raggiunge percentuali molto alte vengono chiamati *hot issue markets*: in questi periodi le azioni emesse presentano degli abnormal returns considerevolmente alti e di conseguenza, le somme di denaro “lasciate sul tavolo” dalle imprese sono ingenti. Nel 1999 e nel 2000, ad esempio, l'underpricing, mediamente, era rispettivamente pari al 71% e al 57%. In termini di dollari, le aziende negli Stati Uniti che hanno proceduto con un'IPO hanno lasciato complessivamente 62 miliardi di dollari sul tavolo soltanto in quei due anni.

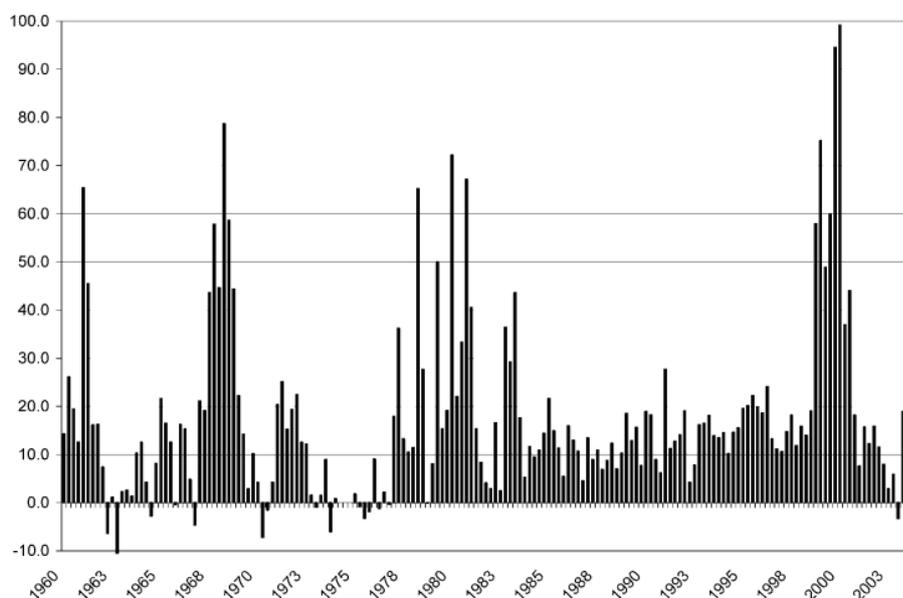


Figura 31: Andamento in valori percentuali dell'underpricing medio nel corso degli anni negli Stati Uniti.
[Fonte: Ljungqvist (2007)].

Viene spontaneo chiedersi come mai coloro che emettono le azioni e procedono ad un'IPO raramente si lamentano del fatto che il prezzo pattuito con le banche e gli underwriters poteva senza dubbio essere maggiore; infatti, sembra che alle imprese non interessi molto del valore che le stesse hanno perso a causa dell'underpricing delle azioni. Una spiegazione

interessante emerge dallo studio di Loughran e Ritter (2002), i quali affermarono che “issuers will sum the wealth loss from leaving money on the table with the larger wealth gain on the retained shares from a price jump, producing a net increase in wealth for preissue shareholders.[...] The IPOs leaving a lot of money on the table are those where the offer price is revised upward from what had been anticipated at the time of distributing the preliminary prospectus. The offer price is increased in response to indications of strong demand, but it could have been increased even further. Thus at the same time that underpricing is diluting the preissue shareholders of these firms, these shareholders are receiving the good news that their wealth is much higher than they had anticipated”¹¹³. Secondo i due studiosi, le IPO in cui vi sono perdite ingenti di denaro sono quelle in cui il prezzo con cui le azioni vengono offerte è maggiore di quello che era stato anticipato. Coloro che emettono le azioni, da un lato perdono un po’ della loro ricchezza a causa del fatto che viene “lasciata sul tavolo” un’ingente somma di denaro, dall’altra scoprono che la loro ricchezza risulta essere più grande di quella che si aspettavano. Come affermato da Bradley e Jordan (2002) riferendosi allo studio di Loughran e Ritter (2002), “in classical utility theory, these two events are completely separate, but, in the context of prospect theory, they may be integrated into a single event. If they are, the wealth impact can more than offset the dilution”¹¹⁴. Quindi, considerando insieme le loro perdite con i loro guadagni, essi rimangono felici e quasi sempre ottengono comunque un utile netto, nonostante spesso si ritenga siano delle vittime.

In generale, il guadagno di ricchezza per l’azionista i , che emette le azioni, ottenuto da una rivalutazione dell’azienda è maggiore della sua perdita quando si verifica la condizione presente in Figura 32:

$$\begin{aligned}
 & [\text{shares retained}_i + \text{secondary shares sold}_i][OP - \text{midpoint}] \\
 & + \text{shares retained}_i[P - OP] > [P - OP][\text{secondary shares sold}_i \\
 & + \text{primary shares sold}(\text{shares retained}_i/\text{shares retained})]
 \end{aligned}$$

Figura 32: Condizione affinché l’effetto positivo di rivalutazione dell’azienda sovrasti quello negativo di perdita del denaro per colui che emette le azioni. [Fonte: Loughran e Ritter (2002)].

con P = prezzo di mercato, OP = prezzo di offerta, *primary shares* = azioni primarie vendute dalla società, *secondary shares* = azioni secondarie vendute dall’azionista i , *shares retained* =

¹¹³ Loughran T. e Ritter J. R. (2002), “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?”, *Review of Financial Studies*.

¹¹⁴ Bradley D. J. e Jordan B. D. (2002), “Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

azioni mantenute dall'azionista i e *midpoint* = punto medio dell'intervallo di prezzo stabilito per le azioni emesse.

Un esempio interessante che può far capire meglio questo discorso è quello derivante dall'IPO dell'azienda Netscape. Al momento della quotazione, il co-founder dell'impresa James Clark deteneva 9,34 milioni di azioni; un mese prima dell'IPO, la società dovette redigere un prospetto iniziale in cui dovevano essere contenute diverse informazioni, tra cui il numero di azioni che si sarebbero emesse e un range di prezzo con cui offrire le azioni agli investitori. Basandosi sul range di prezzo indicato, ovvero 12\$-14\$, l'impresa valeva circa \$121 milioni nel momento in cui venne redatto il prospetto e inviato alla Securities and Exchange Commission (SEC). Alla chiusura del primo giorno di negoziazione all'interno del mercato borsistico, le azioni dell'impresa valevano ben \$544 milioni, ovvero il loro valore era aumentato del 350%. Come emerge nell'opera di Loughran e Ritter (2002), questo incremento di valore dell'azienda era ciò che faceva passare in secondo piano la perdita di coloro che emettevano le azioni dettata dall'elevato underpricing: se da un lato James Clark scoprì che la quantità di "money on the table" era molto grande, dall'altra si rese conto che la sua ricchezza era aumentata di centinaia di milioni di dollari.

4.3 Legame underpricing-struttura dei diritti di voto

Dopo aver capito cos'è in generale l'underpricing, risulta essere interessante contestualizzare questo fenomeno all'interno dell'argomento principale di questa tesi, ovvero le strutture dei diritti di voto, cercando di trovare ed analizzare eventuali legami che possono instaurarsi.

Come emerge dall'opera di Booth e Chua (1996), le aziende emettono le azioni ad un prezzo inferiore per tentare di vendere le azioni ad un grande numero di investitori esterni, creando così una struttura proprietaria dispersa; di conseguenza, le azioni dell'azienda tendono ad essere più liquide, e ciò permette di ridurre il costo del capitale della stessa. Inoltre, per attrarre una base di azionisti più ampia, le aziende devono emettere le azioni ad un prezzo ulteriormente inferiore, in modo tale da compensare gli investitori per i costi di acquisizione delle informazioni che devono sostenere. Questa visione è in linea con il pensiero di Brennan e Franks (1997), i quali affermarono anch'essi che le aziende, generalmente, tendono a

deprezzare le azioni per generare eccessiva domanda e creare maggiore dispersione della proprietà. I due studiosi, inoltre, pongono l'attenzione su un particolare aspetto: la creazione di un'eccessiva domanda e la conseguente dispersione della struttura proprietaria, infatti, è necessaria affinché si limiti la percentuale di azioni detenute da grandi offerenti, i quali avrebbero un maggiore incentivo a monitorare le attività dell'azienda. Brennan e Franks trovano supporto per l'ipotesi di riduzione del monitoraggio identificando una correlazione negativa tra i rendimenti del primo giorno e la successiva proprietà di grandi blocchi in un campione di IPO nel Regno Unito. In aggiunta, essi affermano che le aziende, per aggirare le attività di monitoraggio senza deprezzare troppo le azioni, potrebbero emettere azioni senza diritto di voto. Infine, anche Field e Sheehan (2000) trovarono una correlazione negativa tra l'underpricing e la concentrazione proprietaria post-IPO; tuttavia, essi misero in evidenza come, nel loro campione, in molte aziende prima della quotazione erano presenti degli investitori che detenevano grandi blocchi di azioni: in questi casi, quindi, utilizzare l'underpricing come strumento per tentare di ridurre la probabilità che post-IPO vi siano investitori che detengono significativi blocchi di azioni dell'azienda, non risulta essere efficiente.

Evidenze empiriche hanno dimostrato che le azioni delle società dual class siano soggette a minore underpricing rispetto a quelle single class e hanno rivelato come la struttura proprietaria e il controllo aziendale influenzano considerevolmente tale sconto dei prezzi. Come emerge dall'opera di Smart e Zutter (2003), l'underpricing medio iniziale delle azioni che vengono emesse da società single class è maggiore del 2,9% rispetto a quello caratterizzante le azioni delle imprese single class; questo risultato è significativo se si considera che rappresenta più del 20% dello sconto medio di un'IPO. Inoltre, tale differenza si traduce praticamente in un aumento medio di \$3,8 milioni nei ricavi per le dual class, considerando che il valore medio dell'offerta di tali società è pari a \$130,7 milioni.

Come si è potuto constatare precedentemente, l'imprenditore che procede con un'IPO può tendere a deprezzare inizialmente le sue azioni in modo tale da creare un eccesso di domanda e favorire i piccoli investitori rispetto ai grandi, con lo scopo di essere sicuro di mantenere il controllo dopo tale evento. Nelle tipiche IPO di aziende dual class, gli insider emettono principalmente azioni di Classe B, mantenendosi la maggioranza di quelle che conferiscono maggiori diritti di voto; in questo modo, essi riescono a raccogliere capitale e allo stesso tempo a mantenere ben saldo il loro controllo sull'impresa. Dal momento che gli insider, grazie a questa struttura dei diritti di voto, sono maggiormente protetti e risulta più difficile

trasferire il controllo, essi sono meno incentivati a cercare di aumentare la dispersione della proprietà esterna poiché comunque il potere di voto è concentrato nelle loro mani. Quindi, gli insider di aziende a doppia classe di azioni sono meno indotti a deprezzare le azioni per evitare che qualche grande investitore compri un grande blocco di azioni, dal momento che percepiscono la loro posizione essere meno in pericolo avendo la maggioranza dei diritti di voto.

Smart e Zutter (2003) decisero di testare queste scoperte e, dato che i precedenti studiosi non avevano specificato misure particolari di dispersione della proprietà, utilizzarono le partecipazioni istituzionali nelle società post-IPO dal momento che, generalmente, le istituzioni sono le maggiori richiedenti di azioni e tendono a comprare blocchi di azioni più grandi rispetto ai piccoli investitori. Come si può notare in Figura 33, all'interno di una società dual class le istituzioni, in aggregato, detengono una percentuale del capitale azionario pari al 28,2%, significativamente maggiore rispetto a quella detenuta in imprese single class, uguale al 19,7%. Le aziende dual class, mediamente, hanno anche un maggior numero di investitori istituzionali (30.232 contro i 22.085 nelle società single class), ciascuno dei quali detiene una percentuale di capitale azionario pari all'1,1%, simile a quella che gli stessi detengono nelle società single class (1,0%).

	Dual-class	Single-class
Number of Deals	237	2,201
Mean Aggregate Institutional Holdings	28.2%	19.7%
Mean Number of Institutional Owners	30.232	22.085
Mean Average Institutional Block Size	1.1%	1.0%

Figura 33: Differenze nella partecipazione di istituzioni in aziende dual class e single class.
[Fonte: Smart e Zutter (2003)].

Tentando di esaminare in maniera maggiormente dettagliata la differenza della dimensione media dei blocchi di azioni detenuti da investitori istituzionali, i due studiosi arrivarono a scoprire che l'investitore istituzionale medio possedeva lo 0,18% del capitale azionario in più rispetto che nelle società single class. Nonostante sembri un valore estremamente piccolo, tale differenza risulta essere significativa: innanzitutto, un aumento della partecipazione dello 0,18% corrisponde ad un incremento del 18% se rapportato con la dimensione media dell'1,0% nelle società single class; in secondo luogo, considerando che la capitalizzazione di mercato media di una società dual class post-IPO è pari a \$739 milioni, un

investitore che desidera incrementare la sua partecipazione dello 0,18% deve sborsare ulteriori \$1,4 milioni.

In sintesi, si può affermare che sia come gruppo sia come entità individuali, gli investitori istituzionali detengono percentuali più grandi del capitale azionario nelle società dual class, e tali differenze sono significative.

Come affermato da Smart e Zutter (2003), “if the conjecture that dual-class firms have higher institutional ownership because they do not underprice to ration is correct, then we should observe evidence of that pattern in the cross section of single-class firms. Specifically, there should be lower institutional ownership in single-class firms with greater underpricing”¹¹⁵. Come si aspettavano, essi ottennero una significativa correlazione negativa tra la percentuale di azioni detenuta da investitori istituzionali nelle imprese single class e l’underpricing. Tuttavia, la rilevanza economica di questo effetto è limitata: un aumento del rendimento iniziale post-IPO di cento punti base comporta una diminuzione della detenzione media istituzionale del 0,07%.

Le posizioni finora descritte dei vari autori riguardo il legame fra l’underpricing, la struttura proprietaria e le strutture dei diritti di voto, hanno messo in evidenza come gli insider di società dual class possono permettersi di frammentare meno le partecipazioni degli investitori poiché la loro struttura azionaria permette di mantenere il controllo in maniera efficace. Pertanto, ci si aspetta che, negli anni successivi alla quotazione in Borsa, le aziende dual class siano meno oggetto di acquisizione rispetto a quelle single class: i due studiosi mostrarono come la percentuale delle società a doppia classe di azioni, che venivano acquisite entro cinque anni dall’IPO, fosse pari al 15,4%, più bassa rispetto a quella caratterizzante le single class, pari al 21,3%. Come previsto, la probabilità di acquisizione diminuisce quando una società decide di quotarsi con una struttura dual class, mentre aumenta quando la partecipazione di investitori istituzionali è maggiore.

In conclusione, si può affermare come l’underpricing delle azioni sia in parte anche legato alla struttura proprietaria e alla struttura azionaria della società; la differenza di tale fenomeno fra le imprese dual class e single class risulta essere, infatti, statisticamente ed economicamente significativo. Le aziende con più classi di azioni sperimentano un minore underpricing delle azioni, una partecipazione istituzionale maggiore e vengono acquisite post-

¹¹⁵ Smart S. e Zutter C. (2003), “Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single-class IPOs”, *Journal of Financial Economics*.

IPO meno frequentemente che le single class. Grazie al possesso di azioni con diritti di voto maggiori, il maggiore azionista di una società dual class riesce a mantenere il controllo anche quando vi sono soggetti che detengono grandi blocchi di azioni, pertanto non ha alcun incentivo ad emettere azioni ad un prezzo considerevolmente più basso del *fair value*. Tuttavia, queste conclusioni devono essere accompagnate dalla consapevolezza che l'assunzione iniziale, per cui più le azioni sono deprezzate nel momento dell'emissione più la struttura proprietaria della società diventa frammentata, non è solidissima. Infatti, dato l'elevato volume di scambi delle azioni emesse ad un valore eccessivamente basso nel primo giorno di negoziazione, gli investitori che desiderano aumentare le loro partecipazioni possono farlo senza particolari problemi; quindi, l'utilizzo dell'underpricing come strumento per frammentare la struttura proprietaria potrebbe risultare molto costoso e potenzialmente inefficace.

Infine, queste conclusioni hanno portato Smart e Zutter (2003) ad interrogarsi sui motivi per cui, essendo le dual class soggette a minore underpricing, le aziende non si quotino tutte con questa struttura. Come ampiamente fatto emergere nei capitoli precedenti, le strutture azionarie a doppia classe permettono ai manager di avere una maggiore stabilità e li proteggono dal *Market for Corporate Control*; se il management emette azioni a doppia classe per proteggere i benefici privati del controllo, questa protezione comporta dei costi per gli emittenti. Tentando di rispondere all'interrogativo iniziale, i due studiosi fecero emergere l'importanza di due possibili costi che si hanno se ci si quota con una struttura azionaria dual class. Come emerge dalla loro opera, "first, despite their being at least as profitable as single-class firms, dual-class firms trade at lower valuations relative to fundamentals. Even after controlling for differences in size and growth prospects, dual class firms trade at higher earnings-to-price and earnings-to-sales ratios than singles. Second, dual-class firms are larger and use higher-quality underwriters than singles, perhaps because they face a higher burden of proof when first accessing equity markets"¹¹⁶.

¹¹⁶ Smart S. e Zutter C. (2003), "Control as a motivation for underpricing: A comparison of dual and single-class IPOs", *Journal of Financial Economics*.

4.4 IPO long run performance: dual class share vs one share one vote

Per continuare lo studio e l'analisi delle strutture dei diritti di voto, risulta essere interessante studiare la performance a lungo termine delle imprese post-IPO, suddividendole fra aziende dual class e single class e successivamente confrontandole. Sebbene molti studiosi si sono occupati dello studio delle prestazioni delle imprese dopo la quotazione in Borsa, veramente pochi di essi le hanno analizzate cercando di capire se la struttura dei diritti di voto potesse influire in qualche modo. Fra i lavori più dettagliati ed esaustivi che è stato possibile reperire vi sono quelli di Zutter (2001), di Smart, Thirumalai e Zutter (2007) e di Lakkonen e Akesson (2007): i primi due si concentrano nell'analizzare aziende degli Stati Uniti, mentre nel terzo vengono studiate imprese situate in Svezia, uno dei Paesi europei con più diffusione di aziende a doppia classe azionaria.

Come possiamo notare in Figura 34, uno studio condotto da Boulton, Smart e Zutter (2010) ha messo in evidenza come le imprese che optano per la quotazione in Borsa tramite un'Offerta Pubblica Iniziale (IPO) registrano mediamente ritorni iniziali positivi in tutti i Paesi.

<i>Country</i>	<i>N</i>	<i>Mean</i>	<i>Median</i>	<i>Std. dev.</i>
Australia	403	0.199	0.070	0.436
Austria	16	0.203	0.017	0.470
Belgium	9	0.157	0.067	0.328
Brazil	6	0.137	0.139	0.106
Canada	11	0.560	0.551	0.500
Denmark	10	0.143	0.046	0.288
Finland	14	0.035	0.000	0.267
France	210	0.130	0.039	0.352
Germany	167	0.363	0.118	0.584
Greece	48	0.284	0.093	0.541
India	39	0.448	0.312	0.577
Indonesia	46	0.423	0.221	0.549
Italy	69	0.094	0.000	0.298
Japan	755	0.430	0.194	0.628
Malaysia	228	0.412	0.258	0.534
Netherlands	6	0.247	0.038	0.427
New Zealand	28	0.172	0.073	0.403
Philippines	18	0.140	0.037	0.335
Portugal	7	0.116	0.108	0.080
Singapore	253	0.227	0.100	0.388
South Africa	5	0.168	0.160	0.090
South Korea	223	0.442	0.239	0.544
Spain	10	0.121	0.022	0.237
Sweden	29	0.058	0.035	0.207
Switzerland	27	0.117	0.070	0.197
Taiwan	332	0.126	0.021	0.351
Thailand	95	0.258	0.121	0.402
United Kingdom	631	0.191	0.096	0.338
United States	767	0.289	0.118	0.508

Figura 34: Ritorni iniziali medi delle aziende post-IPO suddivisi per Paese.

[Fonte: Boulton, Smart e Zutter (2010)].

Questo fenomeno così comune in ciascuna nazione, seppur con intensità diverse, può essere attribuito a diversi fattori chiave. Inizialmente, l'aspettativa di una futura crescita della società svolge un ruolo significativo: gli investitori spesso nutrono ottimismo riguardo al potenziale delle nuove società quotate e intravedono opportunità di sviluppo a lungo termine. Tale entusiasmo contribuisce ad aumentare la domanda di azioni dell'azienda, generando un aumento iniziale dei prezzi delle azioni. In secondo luogo, le IPO beneficiano spesso di una notevole promozione e copertura mediatica; in questo modo le aziende riescono a farsi conoscere, far parlare di sé e ampliano la loro base di investitori. Un altro fattore determinante è la strategia di pricing delle azioni che vengono emesse: spesso si cerca di fissare un prezzo che sia allettante per gli investitori, offrendo tali strumenti finanziari a prezzi leggermente al di sotto del loro valore reale. In questo modo si incentiva una forte domanda iniziale e si genera un ritorno positivo per gli investitori che partecipano all'IPO. Inoltre, la maggiore trasparenza e le stringenti regolamentazioni a cui sono soggette le aziende quotate possono aumentare la fiducia degli investitori, influenzando positivamente i prezzi delle azioni. È bene sottolineare come la protezione degli azionisti giochi, dunque, un ruolo fondamentale: infatti, più gli investitori sono protetti, più i rendimenti iniziali post-IPO sono maggiori. Come evidenziato dai tre studiosi, "In countries that offer lower levels of investor protection underpricing is less likely to be used as an instrument to maintain control, because managerial control is implicit, owing to a general disregard for investors' rights, leading to lower initial returns (on average) in these countries"¹¹⁷.

Inoltre, la presenza di rendimenti anomali positivi post-IPO, generalmente, è dovuta sia all'aumento del valore delle azioni di società single class che da quello delle azioni di imprese dual class. Come osservato da Zutter (2001) in un campione di aziende statunitensi, in Figura 35 si può notare che i rendimenti iniziali di società dual class sono pari all'11,86%, mentre quelli delle imprese single class sono uguali al 13,81%.

	Single Class	Dual Class
Number of IPOs	2,230	227
Initial Return	13.81%	11.86%

Figura 35: Ritorni iniziali medi delle aziende post-IPO negli Stati Uniti suddivise in base alla loro struttura azionaria. [Fonte: Zutter (2001)].

Prima di capire se la struttura azionaria ha un impatto sulle performance post-IPO di lungo periodo della società e di osservare i risultati che sono stati trovati da alcuni studi, è buona

¹¹⁷ Boulton T., Smart S. B. e Zutter C. J. (2010), "IPO underpricing and international corporate governance", *Journal of International Business Studies*.

cosa fare un passo indietro e cercare di capire le ragioni per cui ci potrebbero essere differenze di comportamento. Verranno quindi fatte delle assunzioni di partenza, per poi vedere se effettivamente si verificheranno nella realtà.

Vi sono due principali categorie di investitori esterni: quelli ottimisti riguardo le performance post-IPO della società e quelli più pessimisti. Possono nascere grandi divergenze di vedute riguardo il futuro dell'impresa che non fanno altro che creare maggiore incertezza e difficoltà nel capire quale sia il vero valore della società, e conseguentemente se il prezzo delle azioni all'IPO sia corretto o meno. Inoltre, in un'azienda dual class dove i cash flow rights e i voting rights sono separati, vi è un grado di incertezza ancora maggiore dal momento che deve essere attribuito un valore a tutte e due le classi azionarie. Come affermato da Lakkonen e Akesson (2007), questo modello delle aspettative eterogenee suggerisce che “l'investitore abbastanza ottimista da acquistare le azioni stabilirà anche il prezzo (l'investitore marginale). Osservando nuove informazioni, gli investitori marginali rivaluteranno le loro aspettative, il che si rifletterà in una diminuzione del prezzo delle azioni. Nel tempo, la valutazione e il prezzo stabiliti dall'investitore marginale si avvicineranno alla valutazione dell'investitore medio”¹¹⁸. Quindi, gli investitori eccessivamente ottimisti tenderanno a far salire notevolmente la valutazione nelle fasi iniziali, ma successivamente avranno un impatto negativo sulle prestazioni a lungo termine dell'azienda post-IPO, dal momento che la valutazione tenderà ad allinearsi con quella dell'investitore medio; inoltre, all'aumentare del grado di incertezza sul vero valore dell'azienda, si presume che aumenterà anche la *long run underperformance*.

Studi passati hanno sostenuto la possibilità che i maggiori azionisti possano manipolare i bilanci delle loro aziende in modo tale da aumentarne la valutazione e successivamente vendere le proprie azioni; date queste manipolazioni, gli investitori risulterebbero troppo ottimisti nel valutare le prospettive future dell'impresa. Questo problema può presentarsi maggiormente nelle aziende dual class, dal momento che il socio di controllo ha maggior margine di manovra; ciò farebbe sì che le società a doppia classe di azioni vengano sopravvalutate più frequentemente rispetto a quelle single class, con conseguente maggiore calo nelle prestazioni nel lungo periodo. Come ampiamente discusso, inoltre, nelle società dual class è più facile che si verifichino comportamenti da parte dell'azionista di maggioranza atti ad espropriare quelli di minoranza, ad esempio dirottando fondi dell'azienda in attività per scopi

¹¹⁸ Lakkonen T. e Åkesson E. (2007), “Dual-Class Share Structure And Ipo Long-Run Performance. An Empirical Study of the Swedish IPO market”, Stockholm school of economics.

personali o intraprendendo azioni non finalizzate alla massimizzazione del valore societario. Queste estrazioni dei benefici privati del controllo potrebbero avere un effetto negativo sulla performance a lungo termine post-IPO dell'azienda; come ipotizzato da Zutter (2001), il ragionamento economico che vi è alla base evidenzia la possibilità che “the market may fail to fully incorporate all the ways that entrenched managers will expropriate firm resources and apply an inadequate discount at the IPO. In this situation, we would expect to see long-run underperformance”¹¹⁹.

Facendo queste assunzioni, si è arrivati alla formulazione della seguente ipotesi: le società con una struttura azionaria a doppia classe, dopo la quotazione tramite IPO, dovrebbero mostrare segni di una maggiore long run underperformance rispetto a quelle aventi una sola classe di azioni. Con questo termine tecnico, non si intende tanto una prestazione negativa delle azioni in senso assoluto, che può avvenire come no, bensì una performance minore rispetto all'indice di mercato e alle imprese con stesso market-to-book ratio e simile capitalizzazione ma che erano già quotate. Considerando un orizzonte temporale ampio, ad esempio tre o cinque anni, i rendimenti delle imprese possono quindi essere soggetti a questa underperformance. Ad esempio, come si può osservare in Figura 36, tra il 1980 e il 2018 Ritter (2023) documentò nel suo studio come i rendimenti medi di società americane nei tre anni successivi all'IPO in termini assoluti erano positivi, pari al 22,4%; tuttavia, se si fossero comparate le performance delle aziende in questione con quelle di imprese simili o con l'indice di mercato, sarebbero risultate essere molto peggiori: rispettivamente, erano inferiori di circa il 6,6% e il 17,5%.

Sales (in 2019\$)	Number of IPOs	Average First-day Return	Average 3-year Buy-and-hold Return		
			IPOs	Market-adjusted	Style-adjusted
0-9.999 mm	1,640	21.6%	-9.0%	-44.4%	-27.9%
10-19.999 mm	694	28.2%	2.7%	-36.1%	-14.7%
20-49.999 mm	1,478	22.8%	21.7%	-21.2%	-4.1%
50-99.999 mm	1,386	17.7%	26.6%	-16.3%	-7.0%
100-499.999 mm	2,181	13.0%	42.8%	0.5%	7.2%
500 mm and up	1,118	9.2%	36.7%	1.3%	0.3%
0-99.999 mm	5,198	21.8%	10.8%	-29.2%	-13.8%
100 mm and up	3,299	11.7%	40.8%	0.8%	4.8%
1980-2018	8,497	17.9%	22.4%	-17.5%	-6.6%

Figura 36: Ritorni medi di società americane nel breve e nel lungo periodo (tre anni successivi all'IPO), suddivise per la mole di vendite effettuate. [Fonte: Ritter (2023)].

¹¹⁹ Zutter C. (2001), “The Long-run Consequences of Dual-Class IPOs: A Comparison of Dual- and Single-Class Longrun Performance”, Working Paper.

Come si può notare osservando la Figura 37 e 38, le conclusioni a cui arrivarono Lakkonen e Akesson (2007) riguardo l'underperformance a lungo termine delle IPO appaiono inconcludenti; utilizzando il metodo BHAR (*Buy and Hold Abnormal Returns*) con gli equally-weighted returns, l'intero campione sembra avere performance leggermente migliori rispetto al benchmark, mentre quando vengono usati i value-weighted returns le prestazioni post-IPO delle imprese risultano essere leggermente peggiori nel lungo termine. Risulta molto interessante, però, osservare come la cattiva performance a lungo termine tipica delle imprese sia maggiormente da associare alle imprese single class: se consideriamo una finestra di tre anni dopo la quotazione, infatti, queste imprese, mediamente, presentano rendimenti anomali negativi. D'altro canto, le aziende dual class del loro campione, nello stesso arco temporale, presentano rendimenti anomali medi positivi.

Total IPO Sample					
	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]		Number of obs
Year 1 EW	0.2657805	0.1252100	0.0187663	0.5127947	187
VW	0.0252049	0.0535939	-0.0805253	0.1309350	187
Year 2 EW	0.0348592	0.0854099	-0.1339211	0.2036396	149
VW	-0.1414260	0.0421907	-0.2248000	-0.0580521	149
Year 3 EW	0.0292648	0.1031856	-0.1750182	0.2335479	122
VW	-0.0912145	0.0432892	-0.1769170	-0.0055121	122

Single-Class IPO Sample					
	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]		Number of obs
Year 1 EW	0.3467508	0.2062953	-0.0623873	0.7558889	104
VW	0.0030407	0.0737855	-0.1432955	0.1493770	104
Year 2 EW	0.0116797	0.1222016	-0.2315094	0.2548687	81
VW	-0.1703624	0.0466683	-0.2632352	-0.0774896	81
Year 3 EW	-0.0352086	0.1177606	-0.2707648	0.2003476	61
VW	-0.1146591	0.0421710	-0.1990137	-0.0303045	61

Dual-Class IPO Sample					
	Mean	Std. Err.	[95% Conf. Interval]		Number of obs
Year 1 EW	0.1643237	0.1136323	-0.0617270	0.3903745	83
VW	0.1409887	0.0680539	0.0056077	0.2763696	83
Year 2 EW	0.0624702	0.1185246	-0.1741060	0.2990464	68
VW	0.0980523	0.1182902	-0.1380560	0.3341606	68
Year 3 EW	0.0937383	0.1701113	-0.2465350	0.4340115	61
VW	0.1916149	0.1627023	-0.1338382	0.5170680	61

Average 1-year holding period total return		
	IPOs (%)	Benchmark (%)
Total IPOs	36,9569	10,3789
Single-Class IPOs	42,9564	8,2813
Dual-Class IPOs	29,4396	13,0072

Average 2-year holding period total return		
	IPOs (%)	Benchmark (%)
Total IPOs	16,4761	12,9901
Single-Class IPOs	7,1272	5,9592
Dual-Class IPOs	27,6122	21,3652

Average 3-year holding period total return		
	IPOs (%)	Benchmark (%)
Total IPOs	1,5889	-1,3376
Single-Class IPOs	-5,4981	-1,9773
Dual-Class IPOs	8,6759	-0,6979

Figura 38: Rendimento totale medio dopo uno, due e tre anni dall'IPO, suddividendo le aziende svedesi in base alla loro struttura azionaria. [Fonte: Lakkonen e Akesson (2007)].

Figura 37: Rendimenti anomali medi calcolati utilizzando il metodo BHAR, sia stimando gli equally-weighted returns sia i value-weighted returns. [Fonte: Lakkonen e Akesson (2007)].

Conseguentemente, dal loro studio riguardante imprese svedesi, non sono presenti evidenze che supportano l'ipotesi iniziale, ovvero che le dual class sottoperformavano di più

nel lungo termine se comparate con le single class. Anzi, questi risultati mostrano come siano le aziende con una singola classe di azioni a sottoperformare di più se viene considerato un orizzonte temporale pari a tre anni.

Smart, Thirumalai e Zutter (2007) notarono, nel loro campione di aziende statunitensi, che il mercato scontava le azioni delle società a doppia classe in maniera considerevole rispetto a quelle delle imprese dual class. Essi affermarono che “the significance and magnitude of this discount is striking, and indirectly it provides some evidence of the value that managers place on having control. It is hard to imagine that firms going through the IPO process fail to hear, either from their investment bankers or from institutional investors on the road show, that the issuers pay a price for insulating managers through a dual-class equity offering”¹²⁰. Risulta evidente come il divario di prezzo tra le azioni delle aziende dual class e quelle delle società single class rappresenta una penalità che il mercato infligge alle prime, dal momento che sono maggiori i rischi di *entrenchment* manageriale e gli investitori hanno maggiori dubbi riguardo la capacità dei manager di conseguire prestazioni accettabili in futuro che massimizzino il valore aziendale. Analizzando le performance post-IPO delle società, i tre studiosi osservarono come lo sconto attribuito alle azioni delle società dual class fosse razionale, dal momento che i rendimenti anomali a lungo termine non erano significativi. Ci si aspettava, infatti, che se gli investitori fossero stati troppo pessimisti gli abnormal returns sarebbero stati significativamente positivi, mentre sarebbero dovuti essere negativi se fossero stati troppo ottimisti. Inoltre, confermarono come queste differenze di valutazione non erano legate a differenze sistematiche tra aziende dual class e single class riguardo le dimensioni, il settore, la redditività, le leve o l’opportunità di crescita, bensì principalmente legate alla maggiore probabilità di estrazione di benefici privati da parte del management.

D’altro canto, Lakkonen e Akesson (2007), considerando il *price-to-book ratio* delle imprese, affermarono che quotarsi con una struttura dual class non comportava una riduzione del valore dell’azienda. In questo caso, dunque, sembra che il mercato non giudichi negativamente a prescindere la struttura dual class, anzi quest’ultime sembrano avere valori del *price-to-book ratio* significativamente più alti: le azioni delle società con due classi di azioni, quindi, sembra che non vengano scambiate a prezzi inferiori. Come detto precedentemente, i due studiosi affermarono che nel lungo termine le società dual class performano meglio di

¹²⁰ Smart S., Thirumalai R. e Zutter C. (2007), “What’s in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Value”, *Journal of Accounting and Economics*.

quelle dual class, il che si riflette in una valutazione dell'azienda più alta in termini del *price-to-book ratio*.

Questa migliore performance nel lungo termine delle aziende dual class è riscontrata anche da Ritter (2023); come si può mostrare in Figura 39, infatti, considerando un orizzonte temporale pari a tre anni successivamente all'IPO, i ritorni assoluti delle imprese dual class sono praticamente il doppio di quelli delle single class. In aggiunta, le imprese a doppia classe di azioni risultano avere anche rendimenti maggiori di quelli dell'indice di mercato e delle società simili già quotate. Dunque, risulta essere chiaro come i segni di underperformance siano legati alle aziende single class, mentre quelle dual class sembrano avere prestazioni di alto livello.

Dual class or not	Number of IPOs	Average First-day Return	Average 3-year Buy-and-hold Return		
			IPOs	Market-adjusted	Style-adjusted
Dual class	777	17.7%	45.0%	6.0%	3.8%
Single class	7,998	18.5%	21.6%	-19.4%	-7.9%
1980-2020	8,775	18.4%	23.7%	-17.2%	-6.8%

Figura 39: Ritorni medi nel breve e nel lungo termine (tre anni successivi all'IPO) di aziende americane suddivise in base alla loro struttura azionaria. [Fonte: Ritter (2023)].

In conclusione, si può affermare che questi studi, riguardanti aziende statunitensi e svedesi, convergono su alcuni punti, mentre su altri divergono. Il punto di contatto riguarda la performance a lungo termine delle società: infatti, tutti sembrano respingere in maniera più o meno forte l'ipotesi iniziale che era stata fatta, ovvero che le imprese dual class mostrassero segni di una maggiore long run underperformance rispetto alle single class. Se da un lato Zutter (2001) giunse alla conclusione che le imprese a doppia classe non mostravano segni di prestazioni peggiori rispetto a quelle single class nel lungo termine dopo la quotazione in Borsa ma che invece il calo di performance, se si considera un orizzonte temporale lungo, risulta essere una caratteristica comune a prescindere dal tipo di struttura azionaria dell'azienda, dall'altro Lakkonen e Akesson (2007) e Ritter (2023) aggiunsero che la long run underperformance fosse da attribuire in maniera maggiore alle single class piuttosto che alle imprese a doppia classe. La divergenza fra i due studi, invece, riguarda la valutazione delle imprese: da un lato Zutter (2001) prima e Smart, Thirumalai e Zutter (2007) dopo, hanno constatato che il mercato sembra scontare maggiormente le azioni delle imprese dual class

rispetto a quelle delle imprese single class, dal momento che si prevede una maggiore probabilità che si verifichino comportamenti opportunistici da parte dei soci di controllo; dall'altro Lakkonen e Akesson (2007) non trovano evidenze nel loro campione di tale sconto nelle valutazioni. Come scritto da quest'ultimi due studiosi, nel caso statunitense, nonostante le imprese dual class non performino peggio nel lungo termine rispetto alle single class, si ritrovano ad avere mediamente valutazioni inferiori; il mercato sembra quindi punire inizialmente queste aziende in cui i maggiori azionisti potrebbero estrarre maggiori benefici privati a scapito di quelli di minoranza, anche se effettivamente nel lungo termine (3 anni post-IPO) non si hanno differenze significative nell'operato. Nel caso svedese, invece, tale sorta di punizione non sembra verificarsi, anzi, dallo studio emerge come il mercato identifichi razionalmente gli effetti positivi che una struttura azionaria a doppia classe ha sulle performance aziendali, con conseguente valutazione delle imprese dual class non inferiore a quelle single class.

Il principale motivo delle divergenze fra gli studi probabilmente risiede nel fatto che in Svezia la struttura azionaria dual class era molto più frequente che nel mercato statunitense: come affermato da Lakkonen e Akesson (2007), “perhaps, the strong tradition around the dual class share structure leads to self-regulation and that the controlling shareholders do not use the dual-class firms to expropriate private benefits to the same extent as the market assumes and hence investors might be overly sceptical and punishing dual-class IPO firms for actions and behaviour that will never materialize”¹²¹.

4.5 Rinascita dual class

Negli ultimi anni i mercati borsistici hanno subito cambiamenti drastici: come scritto da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), il numero di società quotate in Borsa è diminuito considerevolmente e se prima la maggior parte di esse erano aziende ad azionariato diffuso con una struttura azionaria single class, ultimamente molte più imprese che hanno scelto di procedere con un'IPO sono controllate da azionisti di maggioranza che detengono una grande percentuale delle azioni e presentano più classi di azioni. Come si può notare dalla Figura 40,

¹²¹ Lakkonen T. e Åkesson E. (2007), “Dual-Class Share Structure And Ipo Long-Run Performance. An Empirical Study of the Swedish IPO market”, Stockholm school of economics.

la percentuale di offerte pubbliche iniziali da parte di aziende dual class è aumentata notevolmente nel corso degli anni, attestandosi a circa il 30% nel periodo 2017-2019.

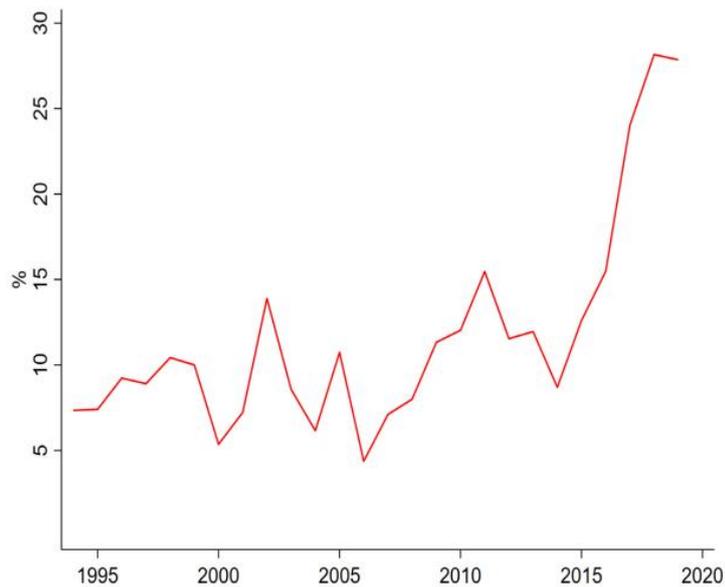


Figura 40: Andamento della percentuale di IPO dual class nel corso degli anni.
[Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

Questo incremento delle IPO da parte di aziende dual class è facilmente associabile ad un aumento del potere dei fondatori delle imprese: infatti, prendendo come esempio il periodo tra il 2017 e il 2019, circa il 19% di tutte le aziende che hanno portato a compimento un'IPO erano società dual class in cui al comando vi era il fondatore; questo risulta essere un dato significativo, dal momento che nel periodo 1994-2006 tale percentuale raggiungeva a malapena il 3%. D'altra parte, come possiamo vedere in Figura 41, la percentuale di IPO dual class legata alle altre tipologie di controllori è rimasta abbastanza stabile nel tempo, suggerendo che quindi il vero motivo della rinascita di questa struttura azionaria fosse dettata dalla maggior presenza dei fondatori. Inoltre, come si può osservare dalla Figura 42, i fondatori sono la tipologia di controllori che ha aumentato di più il suo wedge fra i cash flow rights e i voting rights, e ciò ha permesso di incrementare la loro capacità di far valere le proprie idee all'interno della società.

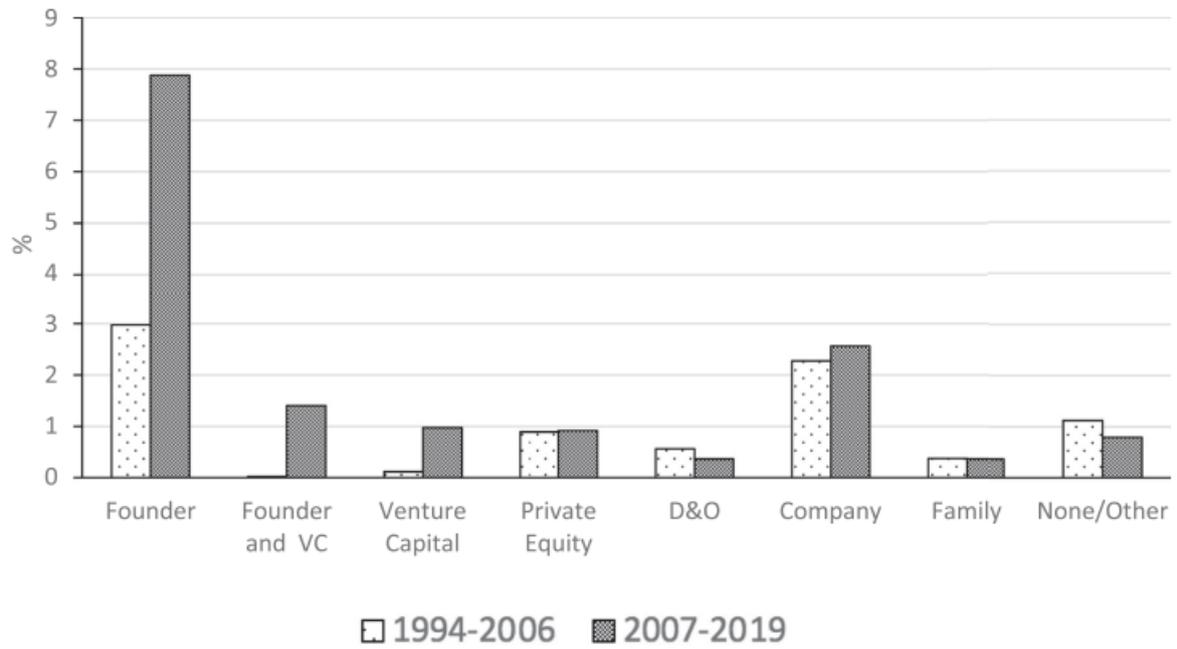


Figura 41: Percentuali di IPO dual class suddivise in base alla tipologia di controllore e all'orizzonte temporale. [Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

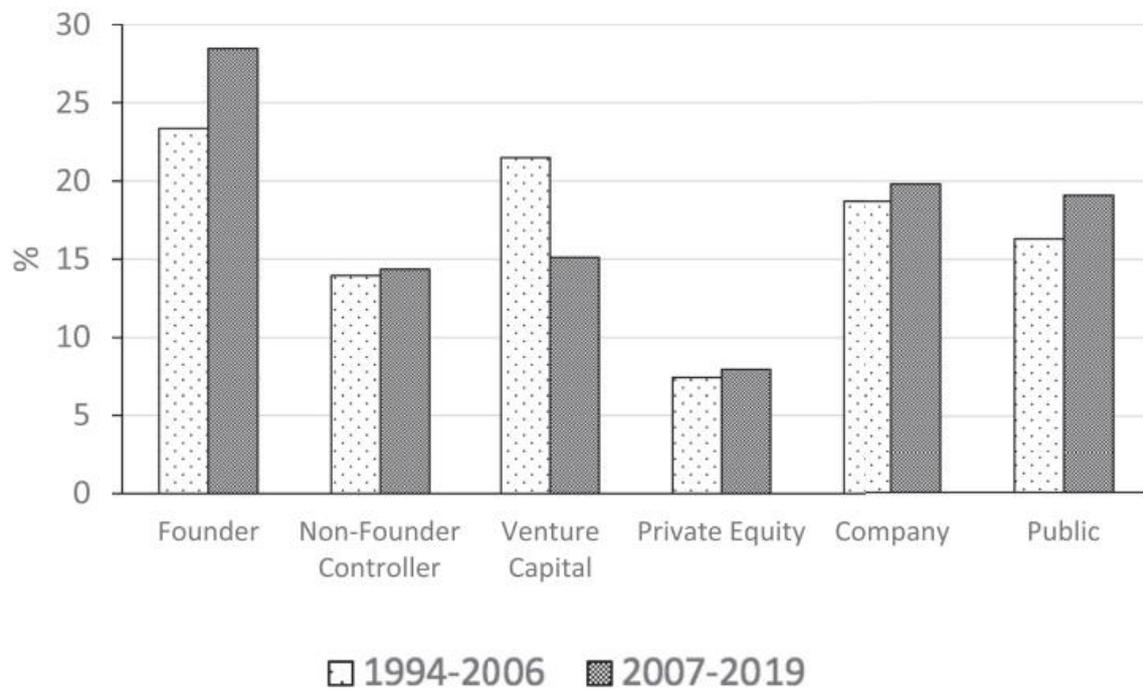


Figura 42: Wedge medio del maggiore azionista nelle IPO dual class in base alla tipologia di controllore e all'orizzonte temporale. [Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

Come emerge dall'opera di Goshen e Hamdani (2015), una ragione alla base della scelta di una struttura dual class è il maggior potere contrattuale che ha il fondatore rispetto agli investitori. Coloro che hanno creato una società attribuiscono un alto valore alla capacità di perseguire le proprie visioni; pertanto, un maggior potere contrattuale al momento dell'IPO permette ai fondatori di raccogliere ingenti somme di capitale mantenendo il controllo sull'impresa.

Innanzitutto, al momento della quotazione in Borsa, i *founders* hanno un maggiore potere contrattuale se hanno a disposizione un cospicuo capitale privato da investire. Poter ottenere denaro da enti privati, infatti, può essere una soluzione alternativa all'IPO; inoltre, in determinanti momenti la competizione fra investitori aumenta per finanziare determinati investimenti e quindi le somme di denaro che è possibile raccogliere si fanno più cospicue. Dal momento che i fondatori tendenzialmente vogliono mantenere il controllo dell'impresa, raccogliere capitale da enti privati risulta essere un'opzione migliore e più vantaggiosa rispetto al quotarsi in Borsa, a meno che in quest'ultimo caso essi detengano una gran parte dei diritti di voto della società. Pertanto, come affermato da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), “the greater availability of funding has a direct effect on the bargaining position of the founders at the IPO stage, allowing them to negotiate for greater control rights in a public offering relative to what might be available in a tighter financing environment”¹²². Dunque, si può affermare che maggiore è la disponibilità di capitale privato a cui un'impresa può attingere, maggiore è la possibilità che al momento dell'IPO adotti una struttura dual class. Come emerge dal loro studio, l'industria in cui enti privati hanno incrementato maggiormente la quantità di capitale messa a disposizione delle imprese è quella dei *business services*, inclusa l'elaborazione dei dati; in questo settore ed in tutti quelli dove si è verificato tale aumento, si è verificato parallelamente un incremento considerevole delle società dual class, specialmente quelle controllate dai fondatori: basti pensare che nel periodo 1994-2006 in questo settore la percentuale di aziende a doppia classe con al comando un founder era pari a circa l'1,5%, mentre tra il 2007 e il 2019 questo valore salì vertiginosamente fino ad arrivare ad essere pari all'11%. D'altro canto, la disponibilità di capitale privato ha subito il maggior decremento nell'industria delle comunicazioni, comportando una diminuzione delle aziende dual class. In

¹²² Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V. e Litov L.P. (2022), “The rise of dual-class stock IPOs”, *Journal of Financial Economics* 144, pp. 122-153.

particolare, nell'industria dei media la percentuale di IPO portate a termine da imprese dual class controllate dai fondatori scese dall'8,1% (1994-2006) a circa il 2,2% (2007-2019).

In secondo luogo, il potere contrattuale dei fondatori al momento dell'IPO aumenta anche quando è necessaria una quantità di capitale inferiore per mandare avanti la propria attività, e di conseguenza quando vi è un minor bisogno di raccogliere capitale dall'esterno. Come emerge dall'opera di Ewens, Nanda e Rhodes-Kropf (2018), un avvenimento importantissimo che portò ad una diminuzione della necessità di finanziamento fu l'introduzione del Cloud Computing nel 2006, il quale ridusse drasticamente i costi di sperimentazione, creazione e scalabilità per le imprese appartenenti al settore tecnologico. Esso ha permesso alle startup di avere meno bisogno di effettuare grandi investimenti fissi nelle prime fasi di vita dell'impresa, quando la probabilità di successo è ancora bassa. Conseguentemente, le aziende hanno avuto la necessità di raccogliere minori somme di denaro, e le società di venture capital (VC) hanno potuto dedicare meno risorse al monitoraggio della loro governance. Successivamente, nel momento in cui una startup riesce a superare la prima fase, si innesca una sorta di competizione fra investitori per poter acquistare determinate quote. Infatti, evidenze empiriche hanno dimostrato che questi cambiamenti tecnologici hanno ridotto non solo i costi iniziali, bensì anche quelli che si riscontrano nelle fasi successive della vita dell'azienda; moltissime imprese, infatti, hanno basato una parte significativa del loro business sull'infrastruttura cloud anche post-IPO. In questo modo, le società hanno avuto bisogno di meno capitale non solo nelle fasi iniziali, bensì anche nella fase prima della quotazione, momento in cui tendenzialmente si sceglie la struttura azionaria con cui ci si vuole quotare. Questo non fa altro che aumentare il potere contrattuale dei fondatori, consentendo a loro di raccogliere capitale e mantenere il controllo dell'azienda. La necessità di minori finanziamenti si riscontra facilmente nella realtà: ad esempio, l'azienda Veeva che si quotò con una struttura dual class nel 2013 e fu valutata circa 4,4 miliardi di dollari, ebbe bisogno di un finanziamento da parte di una società di venture capital (VC) pari soltanto a 7 milioni di dollari. In seguito a questi *technological shocks* che hanno ridotto la necessità di raccogliere capitale, quindi, non deve sorprendere il fatto che le aziende del settore Cloud si siano quotate sempre più negli anni con una struttura azionaria a doppia classe, permettendo ai fondatori di tali imprese di mantenere il controllo. Riprendendo le percentuali di IPO dual class nel corso degli anni ma suddividendo le imprese appartenenti al settore Cloud da quelle estranee a questo mondo, si può notare effettivamente come tale incremento di aziende con una struttura azionaria a doppia

classe sia trainato dalle aziende nell'industria Cloud; come documentato da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), in Figura 43 si può notare come la percentuale di IPO di aziende nelle industrie legate al cloud computing aventi una struttura dual class nel 2017 sia arrivata praticamente al 40%, mentre in quelle non appartenenti a questo settore tale struttura azionaria era presente soltanto in circa il 15% dei casi.

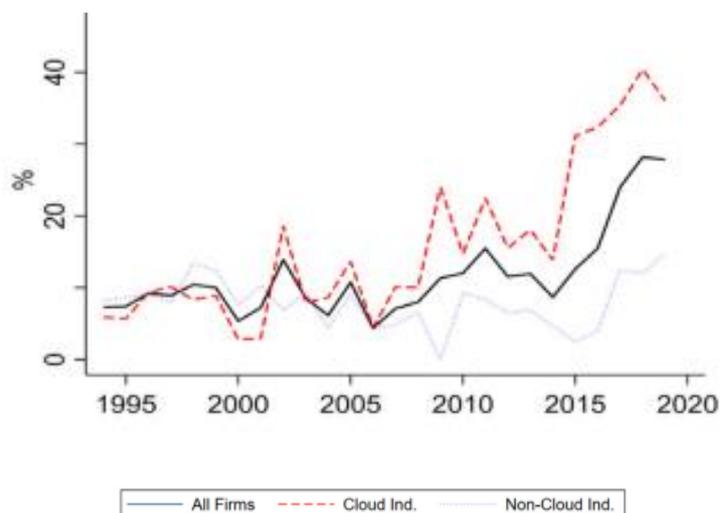


Figura 43: Andamento della percentuale di IPO dual class nel corso del tempo, suddividendo le imprese in base alla loro appartenenza all'industria Cloud. [Fonte: Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022)].

Inoltre, evidenze empiriche hanno dimostrato che, mediamente, le società di venture capital negli ultimi anni non guardano più con la stessa diffidenza di prima il divario fra diritti di voto e patrimoniali dei fondatori che si instaura se la struttura azionaria è a doppia classe. Se prima le VC supportavano e investivano meno in aziende dual class controllate dai fondatori, ultimamente quest'ultime sono state in grado di attirare maggiormente la loro attenzione. Questi risultati sono coerenti con il fatto che nel tempo i fondatori hanno acquisito maggiore potere contrattuale, mentre gli investitori hanno ceduto più spesso alle loro volontà: in questo modo, in particolare nei settori colpiti dalle innovazioni tecnologiche, i fondatori hanno potuto quotarsi in Borsa con una struttura azionaria dual class, raccogliendo capitale ma senza perdere il controllo della società. Inoltre, sempre come affermato da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), “è possibile che, a seguito del successo dell'IPO di Google nel 2004, le società di venture capital (VC) abbiano cambiato la loro posizione nei confronti delle azioni dual-class e abbiano adottato la visione che esse non siano dannose per il valore degli azionisti. Questo è coerente con le scoperte recenti secondo le quali, negli anni successivi all'IPO, le aziende dual-

class superano in performance le aziende non dual-class”¹²³. In aggiunta, dal momento che le VC tendenzialmente vendono o diluiscono le proprie partecipazioni azionarie successivamente ai periodi di lock-up, l’avversione verso le strutture dual class è calata nel tempo.

Questa rinascita della struttura azionaria dual class risulta essere evidente anche se si osservano i dati trovati da Ritter (2023): nel campione da lui studiato di società che si sono quotate, si può notare come nel 1983 le IPO portate a termine da aziende aventi una struttura dual class erano pari all’1,6% di quelle totali (7 su 451), nel 2000 rappresentavano il 6,6% (25 su 380), nel 2018 il 20,1% (27 su 134) e nel 2021 il 32,5% (101 su 311). Inoltre, risulta essere evidente come questa crescita di IPO da parte di aziende con tale struttura azionaria deriva principalmente dalla tendenza delle aziende tecnologiche ad emettere più classi di azioni. In linea con quanto detto prima riguardante lo studio di Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), anche dai dati ottenuti da Ritter si vede come le innovazioni tecnologiche degli ultimi vent’anni abbiano permesso ai fondatori delle società di questo settore di ottenere un maggior potere contrattuale che ha permesso loro di propendere sempre più verso la quotazione in Borsa con una struttura azionaria a doppia classe, in modo tale da raccogliere capitale e mantenere allo stesso tempo il controllo. Infatti, se da un lato la percentuale di IPO dual class fra le aziende non appartenenti al settore tecnologico dal 2009 al 2021 non è variata drasticamente (valore più basso 7,4% nel 2016, valore più alto 23,8% nel 2021, valore medio 15,01%), dall’altro quella delle IPO dual class tra le società tecnologiche è mutata considerevolmente, aumentando ed arrivando ad attestarsi nel 2021 al 46,6% (valore minore 5,7% nel 2014, valore medio 25,36%).

Come detto ampiamente, in questi ultimi vent’anni i *technological shocks* hanno portato cambiamenti radicali che hanno fatto crescere repentinamente questo settore; l’utilizzo della tecnologia ha permesso alle imprese di portare a termine le proprie attività in maniera più efficace ed efficiente, consentendo loro di migliorare le performance e ridurre i costi durante tutto il ciclo di vita della società. Come si può osservare dalla Figura 44, il capitale raccolto da aziende appartenenti al settore tecnologico durante le IPO è cresciuto sensibilmente negli ultimi anni, arrivando ad attestarsi a 22 miliardi di dollari nel 2019, cifra che rappresentava circa la metà del totale del denaro raccolto in tutte le IPO in quell’anno.

¹²³ Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V. e Litov L.P. (2022), “The rise of dual-class stock IPOs”, *Journal of Financial Economics* 144, pp. 122-153.

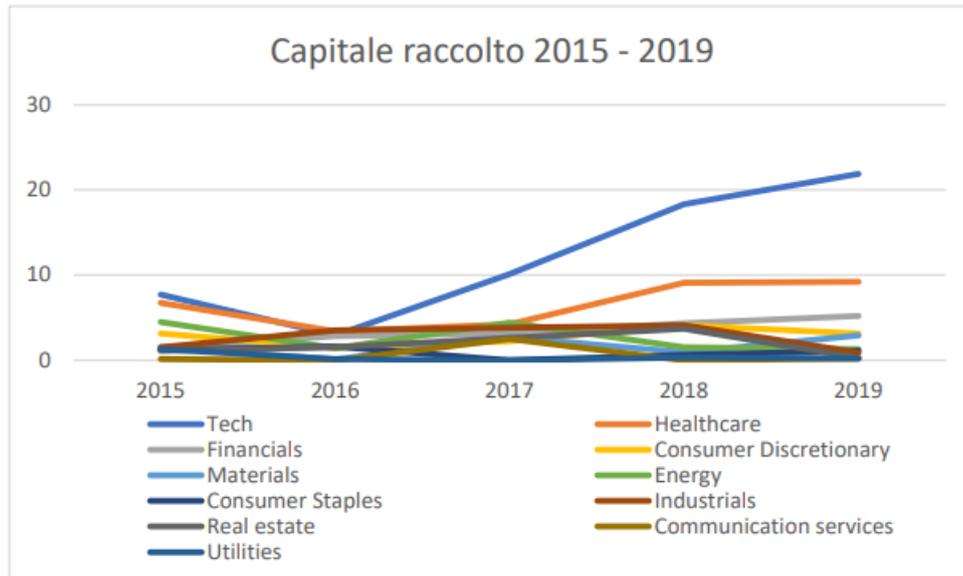


Figura 44: Capitale raccolto durante l'IPO in base al settore. [Fonte: Ritter (2023)].

Conseguentemente a tale crescita rapida del settore, gli investitori hanno fatto fatica a valutare correttamente le imprese in ogni circostanza, influenzandone il processo di quotazione. Il valore di mercato di tali imprese è aumentato a dismisura: come documentato da Ritter (2023), nel 1980 il valore medio di un'impresa tech (considerando il primo prezzo di mercato) era pari a 139 milioni di dollari, nel 2011 era pari a 2.317 milioni di dollari, mentre nel 2020 si attestava a 10.336 milioni di dollari.

In conclusione, è possibile affermare che la recente crescita di popolarità e di utilizzo della struttura azionaria dual class è dovuta principalmente alla presenza dei fondatori al comando delle imprese, i quali hanno un maggiore wedge fra diritti di voto e patrimoniali quando il loro potere contrattuale è elevato. L'incremento del controllo da parte dei fondatori negli ultimi anni è dovuto tendenzialmente ad una maggiore disponibilità di capitale privato e ad innovazioni tecnologiche, le quali hanno ridotto drasticamente la necessità di finanziamenti da parte di determinate imprese. La crescita del settore tech ha portato molte imprese a quotarsi con la struttura dual class: come documentato da Ritter (2023), evidenze empiriche hanno dimostrato come questo binomio porti benefici anche nella pratica. Come si può notare dalla Figura 45, le azioni delle aziende tecnologiche con struttura dual class sono quelle che presentano rendimenti maggiori sia nel breve che nel lungo termine, i quali rimangono positivi anche aggiustando i ritorni tenendo in considerazione l'indice di mercato e di settore.

Buyout-backed or not	Number of IPOs	Average First-day Return	Average 3-year Buy-and-hold Return		
			IPOs	Market-adjusted	Style-adjusted
Tech stocks					
Dual class	240	33.7%	73.7%	41.9%	34.1%
Single class	2,941	31.0%	22.8%	-13.0%	-0.6%
All tech stocks	3,181	31.2%	26.6%	-8.8%	2.1%
Non-tech stocks					
Dual class	537	10.5%	32.2%	-10.1%	-9.7%
Single class	5,057	11.2%	21.0%	-23.2%	-12.1%
All non-tech stocks	5,594	11.1%	22.0%	-22.0%	-11.9%

Figura 45: Ritorni medi nel breve e nel lungo periodo (tre anni successivi all'IPO) di aziende americane suddivise in base alla loro struttura azionaria e alla loro appartenenza al settore tecnologico. [Fonte: Ritter (2023)].

4.6 IPO, underpricing e valutazioni di performance in Italia

4.6.1 IPO, mercati azionari e motivi del loro lento sviluppo

Come scritto da Rondi e Carpenter (2006), il primo mercato borsistico italiano fu creato a Milano nel 1808. I requisiti per l'ammissione alla Borsa di Milano erano molto stringenti e disciplinati dallo Stato, il quale ne deteneva la proprietà. La prima quotazione di un'azienda privata su questa borsa valori venne portata a compimento nel 1861 dalla Società delle Strade Ferrate Lombardo Veneto. Con l'obiettivo di stimolare gli investimenti e accrescere i mercati azionari, nel 1974 venne istituita la Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), ovvero un'autorità indipendente dalle influenze politiche che aveva lo scopo di vigilare e regolamentare il mercato italiano. Come scritto dai due studiosi, "publicly traded firms are not pervasive in the Italian economy. Few Italian firms go public. Until recently, Italy's public and private equity markets were among the smallest in Europe. [...] The development of the Italian exchanges has been slow because of the important role of the banking sector in the provision of funds to the corporate sector and state ownership of Italian firms"¹²⁴. Dal loro studio emerge come le dimensioni del mercato azionario italiano erano veramente ridotte: nel 1980 vi erano

¹²⁴ Carpenter R. E., Rondi L., (2006), "Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms", Springer

141 società quotate e il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e PIL era pari soltanto al 3,1%; successivamente, grazie al boom economico, il numero di IPO aumentò, ma il valore della capitalizzazione totale rimase comunque basso, attestandosi al 7,4% del PIL nel 1987. Con l'obiettivo di aderire al Mercato Unico e all'Unione Monetaria Europea, e di iniettare maggiore liquidità nel mercato borsistico italiano, all'inizio degli anni '90 vennero portate a termine diverse privatizzazioni di partecipazioni statali: quest'obiettivo fu raggiunto, tanto che nel 2000 la capitalizzazione di mercato come percentuale del PIL salì dal 6,6% al 73%. Inoltre, con lo scopo di rendere il mercato italiano più sviluppato e più appetibile, la Consob incrementò gli obblighi delle società quotate in termini di trasparenza, divulgazione e informativa societaria, ad esempio rendendo obbligatoria la pubblicazione dell'identità e delle partecipazioni degli azionisti delle società quotate con almeno il 2% di proprietà. Questo periodo di privatizzazioni culminò nel 1997 con quella della Borsa Italiana, la quale passò, dunque, da una gestione statale ad una privata. Nello stesso anno, i criteri di ammissione al mercato borsistico italiano vennero rivisti e resi meno restrittivi rispetto a prima, in quanto risultavano un ostacolo dovuto al fatto che erano molto più stringenti rispetto a quelli che venivano richiesti al NASDAQ negli Stati Uniti. Inoltre, furono emanate delle riforme fiscali a vantaggio degli azionisti, tra cui quella riguardo l'introduzione di un nuovo regime di detrazione fiscale sui dividendi. Nel 1999 venne istituito il Nuovo Mercato, simile al Nasdaq, che permetteva a startup e imprese con progetti altamente innovativi di potersi quotare nel mercato italiano. Infine, nel 2007 si ebbe l'acquisizione della Borsa Italiana da parte di quella inglese, la London Stock Exchange, che diede vita al principale Gruppo borsistico europeo.

Oggigiorno la Borsa italiana è suddivisa in due diversi mercati azionari:

- Euronext Milan (EXM): nel 2021 ha preso posto dell'ex Mercato Telematico Azionario (MTA). Noto per i suoi rigorosi requisiti conformi agli standard internazionali di eccellenza, è il principale mercato regolamentato di Borsa Italiana. È idoneo perlopiù per le imprese di media e grande capitalizzazione che cercano finanziamenti per supportare progetti di crescita. In questo mercato è possibile scambiare una varietà di strumenti finanziari, tra cui azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant. Inoltre, l'EXM ospita il segmento STAR (Segmento con Titoli ad Alti Requisiti), dedicato alle società che soddisfano elevati standard in termini di liquidità, trasparenza informativa e governance aziendale.

- Euronext Growth Milan (EGM): il mercato che nel 2021 cambiò denominazione e prese il posto dell'Alternative Investment Market (AIM), è dedicato alle imprese di piccola e media dimensione che si distinguono per una grande capacità innovativa e per attività ad alto potenziale di crescita. Queste aziende sono affiancate durante la fase di quotazione e durante la permanenza nel mercato borsistico da un "Nomad" (Nominated Advisor), e devono rispettare requisiti minimi meno restrittivi rispetto a quelli dell'EXM. Al suo interno è presente il Segmento Professionale, dedicato alle imprese che preferiscono accedere ai mercati gradualmente e alle startup che hanno avviato il loro business da meno di un anno. Questo segmento è caratterizzato da una grande flessibilità regolamentare, da una burocrazia minima e da una facilità di accesso.

Degno di nota è anche l'Euronext MIV Milan, ovvero il "Mercato degli Investment Vehicles, riferimento per la quotazione di fondi e veicoli societari che investono in strumenti di economia reale. È in grado di ospitare numerose tipologie di veicoli italiani ed esteri, rivolti a retail o investitori professionali"¹²⁵.

Come si può notare dalla Figura 46 e 47, in cui sono indicati rispettivamente i requisiti formali richiesti in fase di quotazione e durante la permanenza all'interno del mercato, le imprese quotate nell'Euronext Growth Milan sono soggette a requisiti meno rigorosi sia durante che post-IPO: ad esempio, il flottante minimo richiesto è pari al 10%, meno della metà rispetto a quello richiesto nell'Euronext Milan (pari al 25%) e meno di un terzo di quello del segmento STAR (uguale al 35%). Inoltre, se da un lato l'EXM richiede che la società che si vuole quotare abbia bilanci certificati per un minimo di tre anni, dall'altro l'EGM diminuisce questa finestra temporale a solo un anno. Coerentemente, anche gli obblighi nella fase successiva all'IPO sono più flessibili su EGM rispetto ai due segmenti nell'EXM.

¹²⁵ <https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/mercati.htm>

Requisiti formali in IPO	Euronext Milan	Segmento Euronext STAR Milan	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Flottante	25%	35%	10% - 5 investitori istituzionali	10% - 5 investitori
Bilanci certificati	3	3	1 (se esistente)	1 (se esistente)
Principi contabili	Internazionali	Internazionali	Italiani o internazionali	Italiani o internazionali
Offerta	Istituzionale / Retail	Istituzionale / Retail	Principalmente istituzionale (retail con offerte < €8m)	Non obbligatoria
Altri documenti	Prospetto informativo	Prospetto informativo	Documento di ammissione	Documento di ammissione
Market Cap (€)	Min € 40 m	Min € 40 m – Max 1 bn	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
CDA (n. indipendenti)	TUF	Obbligatorio	C.d.A con 1 amministratore indipendente	C.d.A.
Comitato controllo, rischi	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Comitato remunerazione	Raccomandato	Obbligatorio	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Incentivi top management	Raccomandato	Obbligatorio (remunerazione, legata a performance)	Nessun requisito formale	Nessun requisito formale
Investor relations manager	Raccomandato	Obbligatorio	Obbligatorio	Non obbligatorio
Sito Web	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio	Obbligatorio
Principale Advisor	Listing Agent / Global coordinator	Listing Agent / Global coordinator	Euronext Growth Advisor / Global Coordinator	Euronext Growth Advisor

Figura 46: Requisiti formali in fase di IPO. Comparazione tra i segmenti di mercato EXM, STAR, EGM e Segmento Professionale di Borsa Italiana. [Fonte: Borsa italiana – dati aggiornati al 10/11/2023].

Requisiti formali on going	Euronext Milan	Segmento Euronext STAR Milan	Euronext Growth Milan	Segmento Professionale
Codice di Corporate Governance	Comply or explain	Parzialmente obbligatorio	Facoltativo	Facoltativo
Specialist	Obbligatorio per società con capitalizzazione inferiore a 1bn per i primi 3 anni dalla quotazione	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche annuali / incontri con investitori)	Obbligatorio (liquidity provider / 2 ricerche annuali)	Non obbligatorio
OPA	TUF – 30% per obbligatoria o 25% se non PMI e contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva , 90%-95% per residuale	TUF – 30% per obbligatoria o 25% se non PMI e contendibili (20% - 40% statutaria per PMI), 60% per preventiva , 90%-95% per residuale	OPA Statutaria	OPA Statutaria
Parti correlate	Procedure e obblighi informativi	Procedure e obblighi informativi	Procedure semplificate e obblighi informativi	
Dati trimestrali	Non obbligatori	I-III resoconto intermedio di gestione entro 45 giorni da chiusura trimestre (esonero IV trimestre se relazione annuale pubblicata entro 90 giorni chiusura esercizio)	Non obbligatori	Non obbligatori
Dati semestrali	Si – entro 90 giorni da chiusura semestre	Si – entro 75 giorni da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre	Si – entro 3 mesi da chiusura semestre
Dati annuali	Si – pubblicazione entro 120 giorni da chiusura esercizio	Si – se entro 90 giorni da chiusura esercizio no IV trimestrale	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio	Si – pubblicazione entro 6 mesi da chiusura esercizio

Figura 47: Requisiti formali in fase post IPO. Comparazione tra i segmenti di mercato EXM, STAR, EGM e Segmento Professionale di Borsa Italiana. [Fonte: Borsa italiana – dati aggiornati al 10/11/2023].

Com'è stato detto precedentemente, il mercato azionario italiano è stato abbastanza lento nello sviluppo; ora, risulta essere interessante valutare quali sono state le principali ragioni che hanno contribuito a spiegare il numero ridotto di aziende quotate e la piccola capitalizzazione del mercato.

Innanzitutto, non possono non essere citati i costi. Come emerge dall'opera di Rondi e Carpenter (2006), nel 1994 il Consiglio della Borsa stimò che i costi diretti dell'IPO, per le piccole e medie imprese italiane, fossero circa pari al 4% del ricavato lordo. Uno dei componenti di costo principali è sicuramente l'underpricing, dovuto principalmente alle asimmetrie informative che causano problemi di selezione avversa. In quegli anni, molti studiosi si preoccuparono di calcolare a quanto corrispondeva tale sconto nel prezzo di emissione delle azioni, e tutti arrivarono ad ottenere dei valori molto elevati. Cherubini e Ratti (1991), calcolando l'underpricing di alcune IPO nel periodo 1985-1991, trovarono che esso fosse pari al 27,1%, mentre la Consob, tra il 1988 e il 1994, constatò l'esistenza di uno sconto medio pari al 26,6%. L'eccessivo valore di questo sconto si intuisce ancora di più se confrontato con quello presente in altri Paesi: Loughran, Ritter e Rydqvist (1994) trovarono un underpricing medio del 15,8% negli Stati Uniti, del 4,2% in Francia e del 10,9% in Germania, mentre Jenkinson (1990) riportò uno sconto medio pari al 12,2% per le aziende britanniche. Tuttavia, come si potrà notare nel prossimo paragrafo, c'è stato un netto calo dei valori di underpricing delle IPO italiane a partire dagli anni 2000, che potrebbe riflettere lo sviluppo e l'aumento della liquidità dei mercati azionari italiani. La CONSOB stimò tale sconto sul prezzo di emissione delle azioni nel periodo 1995-2000 pari al 7,2%.

In secondo luogo, fino alla fine del 1997, quando vennero resi meno stringenti i requisiti di quotazione nel mercato italiano, le aziende italiane erano costrette ad avere un patrimonio netto superiore a 10 miliardi di lire e avevano l'obbligo di offrire almeno il 25% del capitale ad un numero di azionisti non inferiore a 500. Inoltre, dovevano registrare utili almeno nei tre anni precedenti alla quotazione: questo era sicuramente un grandissimo ostacolo per le giovani imprese, che quindi il più delle volte dovevano rinunciare a quotarsi e a raccogliere capitale per perseguire opportunità di investimento. Si ebbe un'inversione di rotta nel 1999 quando, con la nascita del Nuovo Mercato, anche startup con notevoli progetti di crescita ed in fase di sviluppo poterono accedere più facilmente alla quotazione.

Oltre ai costi elevati e ai requisiti stringenti per poter procedere all'IPO, il numero limitato di società quotate e la ridotta capitalizzazione del mercato azionario potevano essere

spiegate anche da una serie di fattori che limitavano sia la domanda di azioni da parte degli investitori sia l'offerta di tali strumenti finanziari.

Come emerge dall'opera di Rondi e Carpenter (2006), in Italia, la domanda di azioni era limitata "by a lack of participation of institutional investors, government policies that discouraged the holding of equity by individuals and limited the liquidity of shares, and a legal system that poorly protected the interests of minority shareholders"¹²⁶. Innanzitutto, la partecipazione di investitori istituzionali era molto scarsa e i flussi di capitale derivanti dai venture capital erano fortemente limitati. In alcuni Paesi europei, addirittura, erano presenti delle restrizioni sulla partecipazione di investitori istituzionali nei mercati azionari. Al contrario, negli Stati Uniti, fondi pensione, compagnie assicurative e fondi d'investimento iniettavano ingenti quantità di capitale nel mercato, finanziando le imprese e permettendo loro di perseguire le opportunità di crescita e investimento, anche nelle prime fasi del loro ciclo di vita. In secondo luogo, emerge come lo stesso Stato italiano non faceva grandi sforzi per migliorare la situazione; anzi, a causa della necessità di finanziare un grande deficit pubblico, il governo concesse degli sgravi fiscali tentando di aumentare la domanda di obbligazioni del tesoro. Infine, l'investitore medio italiano aveva un grado di avversione al rischio molto elevato, che lo faceva essere meno propenso all'acquisto di molte azioni. Questo era dovuto principalmente al fatto che, in Italia, vi era una scarsa protezione degli azionisti di minoranza: infatti, come emerge dall'opera di La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998), i piccoli investitori non avevano molti strumenti per poter ribellarsi alle decisioni controverse dell'azionista di maggioranza, vi era una minore qualità nell'applicazione della legge e le normative contabili erano meno rigorose. D'altro canto, in altri Paesi, come gli Stati Uniti, vi erano già all'epoca leggi federali che conferivano agli azionisti di minoranza la possibilità di denunciare a nome della società qualsiasi individuo, compreso il management, per le violazioni eventualmente commesse. In Italia, tutto ciò non era ancora possibile e i piccoli azionisti non avevano molti diritti.

D'altra parte, in Italia, l'offerta di azioni è limitata a causa principalmente della struttura proprietaria. Infatti, la maggior parte delle imprese è a conduzione familiare: in questo scenario, il proprietario-fondatore della società è maggiormente riluttante a quotarsi in Borsa, dal momento che conferisce al controllo un valore estremamente alto e teme che con la quotazione possa perdere dei benefici. Un altro fattore è rappresentato dalla scarsa attrattività della raccolta

¹²⁶ Carpenter R. E., Rondi L., (2006), "Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms", Springer

di capitali nei mercati azionari dove la protezione degli azionisti di minoranza è scarsa, perché inevitabilmente porta ad una svalutazione degli asset aziendali. In Italia erano presenti anche molti gruppi piramidali, i quali permettevano ai proprietari di un'azienda al vertice di tale struttura di controllare le decisioni di molte altre società pur investendo una quota di denaro minima. Infine, un altro classico fattore che ha rallentato il processo di quotazione in Borsa delle società italiane è stato quello dei maggiori obblighi di divulgazione e trasparenza, i quali hanno costretto le aziende a rendere pubbliche informazioni sensibili e le hanno esposte maggiormente a controlli da parte degli organi di vigilanza, riducendo così le possibilità di evasione fiscale.

Oggigiorno, inevitabilmente, il mercato azionario risulta essere molto più sviluppato. Alla fine degli anni '90, le numerose privatizzazioni e le riforme volte a proteggere maggiormente i piccoli azionisti hanno contribuito fortemente ad un maggiore e più rapido sviluppo, rendendo il mercato nazionale più appetibile e attraente anche agli occhi di investitori esteri.

Come emerge dal Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2022), in Figura 48 è possibile osservare che, nel periodo tra il 2013 e il 2021, il numero di società quotate italiane è sceso costantemente, passando da 244 a 216. Tuttavia, la capitalizzazione di tali aziende quotate è incrementata fortemente: se nel 2013 era pari a 425.039 milioni di euro, nel 2021 arrivò ad attestarsi a 583.757 milioni di euro. Considerando che “nel 2021 il Pil ai prezzi di mercato risulta pari a 1.782.050 milioni di euro”¹²⁷, il rapporto fra la capitalizzazione di mercato delle società quotate e il PIL risulta essere uguale al 32,7%.

	società	capitalizzazione (azioni ordinarie; mln di euro)
	numero	totale
2013	244	425.039
2014	238	434.053
2015	234	521.678
2016	230	451.612
2017	231	542.919
2018	231	460.179
2019	228	537.665
2020	225	486.757
2021	216	583.757

Figura 48: Numero di società italiane quotate e valore della loro capitalizzazione.
[Fonte: Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2022)].

¹²⁷ <https://www.istat.it/it/archivio/274957>

Infine, risulta essere interessante valutare l'andamento del numero di IPO in Italia nel corso degli anni. Come si può notare dalla Figura 49, durante il periodo della crisi finanziaria del 2008 le quotazioni in Borsa erano veramente rare: il declino delle IPO era dovuto principalmente alla situazione finanziaria critica delle piccole e medie imprese, le quali rappresentavano una grande quota delle società italiane. Sebbene l'Italia, e più in generale l'Europa, rispetto agli Stati Uniti, era caratterizzata da una regolamentazione più frammentata e dall'esistenza di mercati aventi minori costi di conformità, le piccole imprese in quegli anni hanno sofferto maggiormente gli oneri relativi alla quotazione. L'eccessiva regolamentazione e i requisiti molto stringenti hanno diminuito drasticamente la valutazione di mercato delle piccole società quotate in borsa, scoraggiando ulteriori attività di IPO. Inoltre, non deve sorprendere che un periodo di crisi economica sia associato ad un declino del numero di IPO; infatti, è risaputo come le aziende ricorrono principalmente alla quotazione in Borsa nei momenti in cui le condizioni di mercato sono ritenute favorevoli all'emissione di nuove azioni, ovvero durante i cosiddetti *hot issue markets*. In Italia, la ripresa economica è stata molto lenta, dal momento che alla crisi finanziaria del 2008 è succeduta subito dopo quella dei fondi sovrani nell'Eurozona. La conseguente condizione fragile del sistema creditizio e la scarsa fiducia nei mercati azionari è stata la principale causa del fatto che il numero di IPO fino al 2012 non sia mai stato superiore a 10.

Come emerge dall'opera di Gao, Ritter e Zhu (2013), negli anni si era consolidata la convinzione secondo cui, a causa del continuo cambiamento dell'economia e delle innovazioni tecnologiche, le piccole imprese avrebbero raggiunto un valore maggiore se avessero fatto parte di un'organizzazione più grande in grado di realizzare economie di scopo e di scala. Come affermato dai tre studiosi, "many small firms can create greater operating profits by selling out in a trade sale (being acquired by a firm in the same or a related industry) rather than operating as an independent firm and relying on organic (i.e., internal) growth. Earnings will be higher as part of a larger organization that can realize economies of scope and bring new technology to market faster. We posit that the importance of getting big fast has increased over time due to an increase in the speed of technological innovation in many industries, with profitable growth opportunities potentially lost if they are not quickly seized"¹²⁸. Pertanto, successivamente, è stato necessario promulgare importanti riforme con lo scopo di promuovere l'uso del mercato

¹²⁸ Gao X., Ritter J. R. e Zhu Z. (2013), "Where Have All the IPOs Gone?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*

dei capitali da parte delle piccole e medie imprese, permettendo loro di raccogliere più facilmente somme di denaro e, allo stesso tempo, di far crescere i mercati azionari nazionali.

Nel periodo di ripresa economica è stato fondamentale il ruolo dei mercati alternativi, i quali, essendo caratterizzati da una regolamentazione meno stringente, hanno permesso alle piccole imprese portatrici di innovazioni tecnologiche di accedere ai mercati azionari con maggiore facilità. Dunque, non deve sorprendere il fatto che dopo il periodo di crisi, in Italia, le IPO sono state principalmente portate a termine nel mercato AIM (l'attuale EGM), il quale era stato creato principalmente con lo scopo di ospitare aziende giovani o start-up caratterizzate da una forte spinta innovativa e tecnologica. Per dare l'idea dell'importanza di questo mercato nel periodo post crisi, basta pensare al fatto che, nel periodo 2008-2019, l'80% delle imprese che hanno portato a termine un'IPO hanno deciso di quotarsi nell'AIM, mentre soltanto il 20% nell'MTA. Come si può notare dalla Figura 49, dal 2013 in poi la crescita del numero di IPO è stata costante e significativa; tuttavia, non sono mancati momenti in cui si è registrato un rallentamento e una diminuzione dell'interesse per la quotazione in Borsa, ovvero il 2016 e il periodo della pandemia di Covid-19.

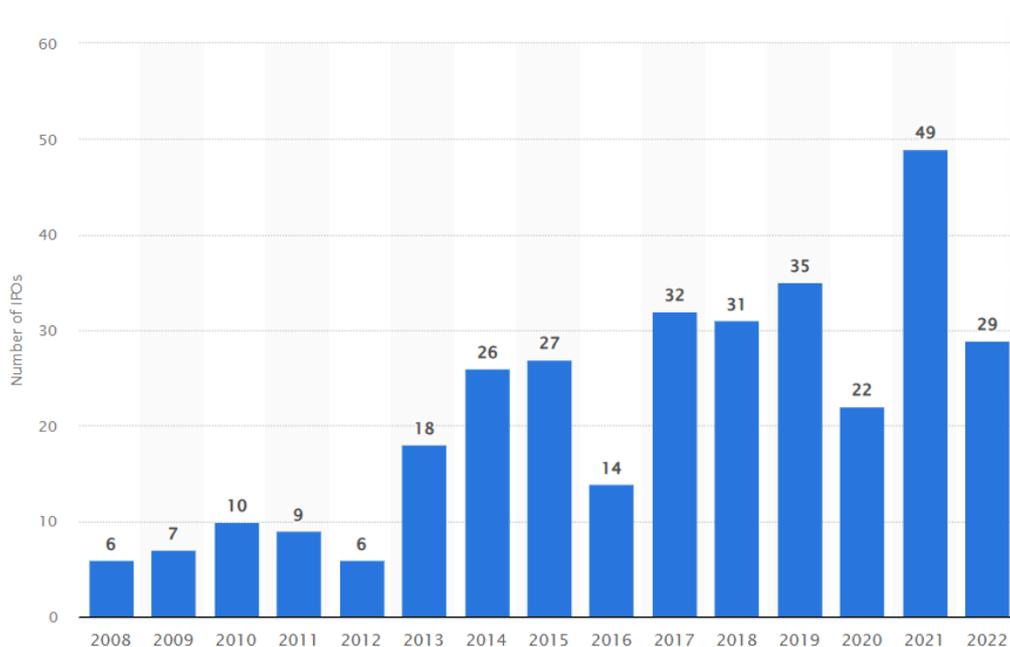


Figura 49: numero di IPO in Italia dal 2008 al 2022. [Fonte: Statista].

Per quanto riguarda il 2016, la diminuzione del numero di IPO, in Italia e nel mondo, è dovuta a svariati fattori che hanno condizionato l'economia globale, hanno creato incertezza e

instabilità e, di conseguenza, possono aver avuto un impatto sulle decisioni di quotazione: tra questi, si annoverano le elezioni presidenziali negli USA, la decisione del Regno Unito di uscire dall'Unione Europea e un'escalation di terrorismo.

Invece, il drastico calo di IPO nel 2020 è inevitabile ricondurlo al periodo di emergenza sanitaria dovuto alla pandemia di Covid-19. Lo sviluppo di quest'ultima, infatti, ha avuto ovviamente ripercussioni sull'andamento dei mercati finanziari, causando una diminuzione del valore dei titoli, la quale determina una riduzione della ricchezza delle famiglie e della loro propensione al consumo. "L'andamento negativo dei mercati, inoltre, riduce la capacità di raccogliere risorse sul mercato da parte dei soggetti prenditori di fondi (ossia lo Stato e le imprese) perché si riduce la propensione dei potenziali investitori ad assumere rischio"¹²⁹. Come emerge dallo studio di Buscemi, Narizzano, Savino e Viggiano (2021), la pandemia scoppiata nel 2020 ha ridotto del 20-25% il numero di piccole e medie imprese aventi caratteristiche ampiamente idonee alla quotazione in Borsa in termini di crescita dei ricavi e redditività. Dopo la fine del lockdown, tra giugno e novembre del 2020, 15 aziende hanno portato a compimento l'IPO, di cui 13 nel mercato azionario AIM. Come affermato dai quattro studiosi, poteva "trattarsi in parte di progetti di quotazione avviati prima della crisi, sospesi temporaneamente per effetto della pandemia e riavviati con la ripresa delle attività economiche e del mercato di borsa. Tra le società neo-quotate prevale il settore tecnologico, cioè uno di quelli a maggiore potenziale di crescita"¹³⁰. Il 2020 è poi terminato con un calo di quotazioni in Borsa di circa il 37% rispetto all'anno precedente. Il 2021, invece, è stato l'anno che ha registrato il record di IPO: se da un lato la pandemia iniziava ad assumere contorni un po' meno preoccupanti e il Paese si accingeva ad abituarsi a convivere con questo virus, dall'altro i mercati azionari italiani hanno assunto maggior prestigio. Con il passaggio di Borsa Italiana a Euronext, l'Italia ambiva ad assumere un ruolo centrale nella creazione di una infrastruttura europea dei mercati dei capitali che fosse in grado di sostenere allo stesso tempo la crescita delle economie locali. Inoltre, in alcuni casi la quotazione in Borsa durante il periodo della pandemia è stata portata a termine non tanto per aumentare il valore aziendale, bensì per raccogliere in fretta ingenti somme di denaro necessarie per aumentare la liquidità e risanare i conti dell'impresa, salvandola da un eventuale fallimento. Se nel 2022 il numero di IPO si è attestato a livelli leggermente inferiori rispetto a quelli pre-pandemia, nei primi 8 mesi del 2023

¹²⁹ <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

¹³⁰ Buscemi G., Narizzano S., Savino F. e Viggiano G. (2021), "L'impatto della crisi da Covid-19 sull'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane", Note Covid-19

si sono registrati risultati ulteriormente incoraggianti: infatti, è stato ritoccato il massimo storico di IPO per il listino Euronext Growth Milan, con 22 operazioni di aumento di capitale. Infine, come dichiarato da Luigi Giannotta, Direttore Generale di Integrae SIM, “il traguardo raggiunto nei primi 8 mesi del 2023 ci porta a dire che non solo la pandemia è alle spalle ma è stata messa una marcia che ci potrebbe avvicinare ad un nuovo record storico annuale in termini di quotazioni. [...] Considerando solo la nostra pipeline, nel 2023 potremmo superare le 30 IPO su EGM. Un contesto davvero effervescente che non ha pari in Europa tra i listini focalizzati sulle PMI”¹³¹.

4.6.2 Il fenomeno dell’underpricing

L’underpricing può essere calcolato in due differenti modi: in modo tradizionale oppure tenendo conto dell’indice di mercato. Nel primo caso, esso è pari alla differenza percentuale fra il prezzo delle azioni al termine del primo giorno in cui sono scambiate all’interno del mercato (P1) e quello a cui sono state offerte dalla società al pubblico (P0).

$$U = \frac{P1 - P0}{P0}$$

Come scritto da Dell’Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015), questa equazione “should be used in case of perfect market conditions, without opportunity costs and no time lag between the closing date of the subscription period of the shares and the first day of trading. During this period much information can be revealed and changes may happen in the market. For this reason, the raw initial return should be adjusted for market changes”¹³². Dunque, è stato misurato anche l’adjusted underpricing, calcolato come segue:

$$Adjusted\ U = \frac{P1 - P0}{P0} - \frac{M1 - M0}{M0}$$

con M1 = indice di mercato al termine del primo giorno di compravendita delle azioni e M0 = indice di mercato al termine del periodo di sottoscrizione delle azioni della società.

Come documentato da Cassia, Giudici, Paleari e Redondi (2006), in Figura 50 si può notare che, tra il 1985 e il 2001, l’underpricing medio sperimentato dalle 182 aziende del loro

¹³¹https://finanza.repubblica.it/News/2023/08/09/record_di_ipo_su_euronext_growth_milan_integrae_sim_matri_cole_sovraperformano_il_listino-33/

¹³²Dell’Acqua A., Etro L., Teti E., Murri M., (2015), “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, *Journal of Economic & Financial Studies*

campione era pari al 21,87% se si considerava quello tradizionale, mentre si attestava al 19,25% se si teneva in conto quello aggiustato per l'indice di mercato. Tuttavia, analizzando i valori anno per anno, si può constatare come questi possono variare considerevolmente; ciò è in linea con la teoria degli "hot issue market", secondo la quale vi sono dei periodi particolari in cui la crescita del valore delle azioni post-emissione risulta essere notevolmente superiore rispetto alla media. Inoltre, si può vedere come la differenza tra le due misure di underpricing era più significativa negli anni '80, periodo durante il quale la quotazione avveniva solitamente parecchi giorni dopo rispetto all'offerta.

Year	IPOs	Underpricing (%)			Adjusted underpricing (%)			Days
		Mean	Positive	Negative	Mean	Positive	Negative	
1985	9	80.82%***	9	0	61.21%***	9	0	97.2
1986	32	40.40%***	27	5	26.63%***	25	7	78.8
1987	17	11.94%	11	6	17.03%*	12	5	126.7
1988	11	-0.35%	5	6	8.28%	6	5	167.9
1989	7	47.92%*	6	1	42.28%*	6	1	73.7
1990	3	71.93%*	3	0	77.13%**	3	0	86.3
1991	4	0.21%	3	1	3.22%	3	1	52.2
1992	2	-9.66%	1	1	-3.71%	0	2	45.5
1993	0	-	-	-	-	-	-	-
1994	3	8.12%	2	1	6.59%	2	1	11.3
1995	11	7.85%***	10	1	8.38%***	9	2	27.8
1996	12	10.47%*	9	3	10.73%*	8	4	15.1
1997	10	11.18%**	9	1	8.40%**	7	3	11.6
1998	15	9.37%*	9	6	7.83%*	8	7	7.9
1999	21	32.92% ^a	13	8	33.28% ^a	13	8	8.1
2000	12	4.34%	9	3	4.37%	8	4	8
2001	13	-0.28%	3	10	-0.09%	7	6	9.2
Total	182	21.87%***	129	53	19.25%***	126	56	51.7

Figura 50: Valori medi di underpricing registrati da aziende italiane nel periodo 1985-2001.
[Fonte: Cassia, Giudici, Paleari e Redondi (2006)].

Con il passare degli anni si è assistito ad una riduzione generale dell'underpricing; come documentato da Dell'Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015), in Figura 51 è possibile osservare che, nel loro campione di 129 aziende, l'underpricing tradizionale è pari al 6,52%, mentre quello corretto si attesta al 6,75%. Come affermato da Cassia, Giudici, Paleari e Redondi (2006), questi valori, decisamente inferiori rispetto a quelli precedentemente osservati nel periodo 1985-2001, sono influenzati dall'adozione di metodi di bookbuilding¹³³ sempre più efficienti, i quali hanno permesso agli underwriter di raccogliere sempre più informazioni dettagliate e precise riguardo la domanda di azioni da parte degli investitori istituzionali. In ogni caso tale sconto nei prezzi delle azioni continua ad essere presente in larga scala: circa il 70% di tutte le IPO hanno registrato una performance positiva nel primo giorno di negoziazione delle azioni, mentre il 30% ha registrato una diminuzione dei prezzi. Inoltre, degno di nota è il fatto che nel periodo 2001-2003 i prezzi delle azioni subivano in media una sistematica diminuzione, dovuta

¹³³ Processo di redazione della scheda di domanda degli investitori istituzionali che hanno presentato un ordine relativamente ad un'operazione di offerta di titoli e che porta alla fissazione del prezzo dei titoli

principalmente alla concomitante recessione economica e alla scarsa liquidità nel mercato azionario. Come evidenziato da Teti e Montefusco (2021), a causa della crisi finanziaria, dal 2008 in poi il numero di IPO è calato drasticamente rispetto al triennio 2005-2007: le peggiori condizioni economiche e gli alti costi necessari per procedere con l'IPO hanno disincentivato le imprese private a quotarsi in Borsa. Negli ultimi anni da loro studiati (2015-2016), però, grazie alla, seppur lenta, ripresa economica, la frequenza delle IPO è tornata ai livelli precedenti alla crisi.

Year	IPOs	Raw underpricing (%)			Adjusted underpricing (%)		
		Mean	Positive	Negative	Mean	Positive	Negative
2001	18	-0.71%	10	8	-0.33%	7	11
2002	6	-0.46%	3	3	2.70%	5	1
2003	4	-2.26%	1	3	-1.50%	1	3
2004	8	3.30%	5	3	3.68%	5	3
2005	15	11.42%	12	3	10.93%	11	4
2006	21	9.68%	18	3	10.15%	19	2
2007	29	3.17%	20	9	3.93%	20	9
2008	6	7.81%	4	2	7.89%	4	2
2009	5	22.48%	5	0	20.50%	5	0
2010	8	8.93%	5	3	8.99%	4	4
2011	5	10.29%	4	1	9.56%	3	2
2012	4	22.71%	3	1	19.20%	3	1
Total	129	6.52%	90	39	6.75%	87	42

Figura 51: Valori medi di underpricing registrati da aziende italiane nel periodo 2001-2012. [Fonte: Dell'Acqua, Etro, Teti e Murri (2015)].

Come si è potuto osservare, in seguito allo scoppio della crisi economica nel 2008, i valori di underpricing salirono considerevolmente rispetto agli anni precedenti, raggiungendo il 22,48% nel 2009 e il 22,71% nel 2012. Questi dati non devono sorprendere, dal momento che durante le crisi finanziarie, diversi fattori contribuiscono all'aumento dell'underpricing nelle nuove emissioni di azioni. Le imprese che si trovano in condizioni economiche critiche, ad esempio, hanno la necessità di raccogliere fondi e tendono a richiedere capitale in quantità maggiore. D'altra parte, gli investitori, consapevoli del contesto economico incerto e del rischio di mercato più elevato, richiedono sconti più ampi; inoltre, il sentiment negativo di quest'ultimi nei periodi di crisi influenza la percezione delle nuove offerte, contribuendo all'underpricing. In aggiunta, la limitata disponibilità di finanziamenti da fonti alternative può spingere le imprese a portare a termine l'IPO, ma a condizioni meno favorevoli. Come si può notare dalla Figura 52, in seguito a questo periodo di crisi, a partire dal 2013 in avanti i valori di underpricing sono tornati ad essere esigui, senza mai superare il 10%. La diminuzione di questo sconto sul

prezzo delle azioni post crisi finanziaria è confermata da molti studiosi, tra cui Bigus e Dreyer (2023), i quali stimarono un underpricing medio (mediano) pari al 9% (4,6%) nel periodo 2011-2017.

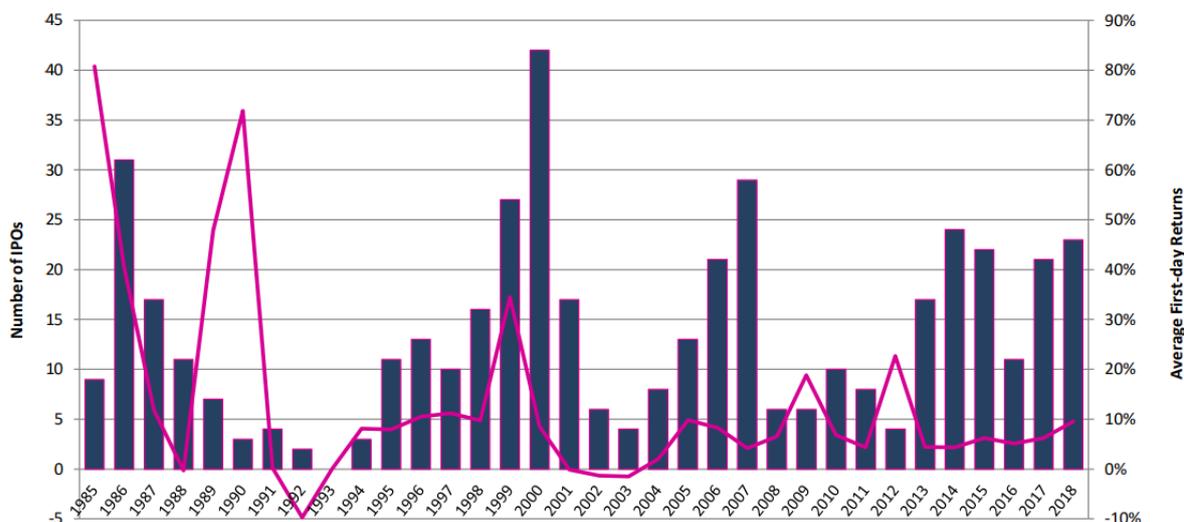


Figura 52: Numero di IPO e rendimenti medi delle aziende nel primo giorno di negoziazione delle loro azioni. [Fonte: Vismara e Dealogic (2023)].

Una conseguenza del netto calo dell'underpricing è la diminuzione della quantità di denaro "lasciata sul tavolo", definita precedentemente come la differenza fra il prezzo delle azioni alla chiusura del primo giorno di negoziazione e quello di offerta, moltiplicato per il numero di azioni offerte. Se nel periodo 1985-2001 Cassia, Giudici, Paleari e Redondi (2006) stimarono la quantità di *money left on the table* totale pari a 2971,430 milioni di euro (4031,358 milioni di euro se si tiene conto dell'inflazione), dal 2001 al 2012 Dell'Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015) trovarono che essa era soltanto più pari a 558,73 milioni di euro. Se da un lato Loughran e Ritter (2002) avevano affermato che le società che emettevano azioni non si preoccupavano granché di questa ingente perdita perché allo stesso tempo scoprivano di essere più ricche di quello che si aspettavano, dall'altro è pur sempre vero che l'underpricing rappresenta un costo e quindi il suo calo ha permesso alle imprese di andare incontro a minori perdite economiche. Infatti, la quantità media di denaro persa passò dall'essere uguale a 16,326 milioni di euro a 4,33 milioni di euro.

Ora risulta essere interessante valutare quali sono i principali fattori che, analizzando IPO di aziende italiane, sembrano influenzare il valore dell'underpricing.

Innanzitutto, come emerge dallo studio di Teti e Montefusco (2021), è presente una correlazione negativa tra questo fenomeno e il numero di manager che compongono il consiglio

di amministrazione, la quale suggerisce che l'underpricing tende a diminuire all'aumentare del numero di amministratori. Questa scoperta è in linea con la "signalling theory", teoria secondo la quale lo sconto sul prezzo delle azioni offerte è utilizzato come strumento per segnalare agli investitori la qualità della società; infatti, "only high quality issuers can afford to leave money on the table in exchange for future uncertain proceeds. Bad firms cannot take such a risk because they know that the market will reveal their real value once their shares are traded on the stock exchange"¹³⁴. Dunque, l'underpricing viene utilizzato anche per segnalare il valore dell'azienda al mercato, riducendo così l'asimmetria informativa tra l'emittente e i potenziali investitori. Inoltre, più il numero di amministratori è alto, più vi è un maggior controllo sulle attività di gestione, più l'azienda risulta essere di qualità e la sua struttura interna affidabile. Di conseguenza, le caratteristiche del consiglio di amministrazione che il mercato italiano considera ottime per aumentare la qualità di un'azienda si prevede che siano associate in modo negativo al rendimento delle azioni al primo giorno di negoziazione. Come documentato sempre dai due studiosi, nelle aziende italiane appartenenti al loro campione, i consigli di amministrazione erano composti, in media, da 7 membri, gli amministratori indipendenti rappresentavano il 24% del totale, mentre i direttori donne erano soltanto pari al 9%.

In secondo luogo, come si può vedere dalla Figura 53, l'underpricing è influenzato dalla grandezza della società: in particolare, le aziende aventi una piccola capitalizzazione di mercato tendono ad offrire le azioni a prezzi parecchio più scontati rispetto alle imprese di grandi dimensioni. Una maggiore capitalizzazione sembra essere associata ad un minore underpricing: infatti, come documentato da Dell'Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015), le aziende con una capitalizzazione superiore al miliardo presentano un underpricing medio pari soltanto al 2,74% (3,35% se si considera quello che tiene conto dell'indice di mercato), mentre per quelle valutate meno di 50 milioni tale sconto nel prezzo delle azioni offerte risulta essere uguale in media al 10,53% (9,88%). Inoltre, i risultati suggeriscono che, ad eccezione della categoria 100-200 milioni, più il valore dell'operazione di un IPO è basso, più si registra un underpricing alto. Infatti, nel loro campione, quando il deal value è minore di 20 milioni, lo sconto è pari al 12,56%, mentre quando esso è superiore a 200 milioni, l'underpricing si attesta al 2,50%.

¹³⁴ Teti E., Montefusco I. (2021), "Corporate governance and IPO underpricing: evidence from the italian market", *Journal of Management and Governance*

Panel E: Raw and adjusted underpricing under deal value classification					
Deal Value	No. IPOs	RIR %	Std deviation	MAIR %	Std Deviation
< 20 mln	36	12.56%	0.170	11.85%	0.170
20 - 49.99 mln	24	2.99%	0.103	4.11%	0.097
50 - 99.99 mln	16	2.26%	0.062	2.52%	0.060
100 - 200 mln	28	7.82%	0.127	8.01%	0.120
More than 200	25	2.50%	0.080	3.25%	0.073
Total	129	6.52%	0.129	6.75%	0.124
Panel F: Raw and adjusted underpricing under market capitalization classification					
Market Cap	No. IPOs	RIR %	Std deviation	MAIR %	Std Deviation
< 50 mln	26	10.53%	0.1244	9.88%	0.1243
50 - 250 mln	50	5.46%	0.1441	5.83%	0.1399
250 - 500 mln	24	6.86%	0.1115	7.41%	0.1041
500 mln - 1 bln	16	5.91%	0.1409	6.32%	0.1351
> 1 bln	13	2.74%	0.0822	3.35%	0.0682
Total	129	6.52%	0.129	6.75%	0.124

Figura 53: Nel Panel E vi sono i valori medi di underpricing registrati da aziende italiane in base al valore dell'operazione dell'IPO. Nel Panel F vi sono sempre i valori medi di underpricing delle aziende italiane, suddivise in base alla loro capitalizzazione di mercato. [Fonte: Dell'Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015)].

Un altro fattore molto importante in grado di influenzare l'underpricing è la partecipazione di investitori istituzionali nella struttura proprietaria della società. Studi precedenti avevano constatato che maggiore era la loro presenza, minore era lo sconto che si verificava sul prezzo delle azioni offerte. Questo era dovuto principalmente al fatto che l'asimmetria informativa tra emittente e investitori tendeva a ridursi quando erano presenti investitori istituzionali che detenevano delle quote dell'impresa, poiché promuovevano l'attuazione di rigorose regole procedurali e di divulgazione, garantendo un miglioramento della governance aziendale. Tuttavia, al contrario di quanto si potesse prevedere, Teti e Montefusco (2021) rilevarono una correlazione positiva tra la partecipazione di investitori istituzionali e l'underpricing. La motivazione di questi risultati può essere trovata nell'opera di Lin e Chuang (2011) i quali dimostrarono che la loro presenza nella struttura proprietaria di un'azienda spesso può portare alla creazione di gruppi piramidali o alla formazione di partecipazioni incrociate che aumentano conseguentemente il potere del maggiore azionista. Specialmente nei Paesi in cui la proprietà è molto concentrata, dunque, la presenza di investitori esterni può portare esattamente all'effetto contrario. Analizzando le caratteristiche specifiche della governance aziendale italiana si può notare che, sebbene siano in diminuzione, le partecipazioni incrociate e i gruppi piramidali erano molto frequenti in passato. In questi contesti, i maggiori azionisti, tramite la presenza di investitori istituzionali, sono riusciti a creare strutture di proprietà complesse che, anziché mitigarlo, hanno aggravato il conflitto tra loro e gli azionisti di minoranza. Come affermato dai due studiosi, "due to the deterioration of internal relationships and the increase in the complexity of the ownership structure, institutional

investors' presence worsens the information asymmetry between the issuer and potential investors, thus aggravating the underpricing phenomenon"¹³⁵.

Oltre a questi fattori principali, dalla valutazione delle aziende italiane sono state trovate anche altre variabili che sono collegate con l'underpricing. Innanzitutto, escludendo dall'analisi la presenza di investitori istituzionali, Teti e Montefusco (2021) trovarono una correlazione significativa negativa anche semplicemente fra la concentrazione della proprietà e l'underpricing. In secondo luogo, come emerge dallo studio di Dell'Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015), le piccole e medie imprese tendono ad avere un underpricing più elevato nel primo giorno di negoziazione, a causa del fatto che sono più giovani, più rischiose, meno redditizie e caratterizzate da una maggiore incertezza nella valutazione. Come affermato dai quattro studiosi, "the risk of a firm is positively related to IPO underpricing. The systematic risk, as measured by the beta, should be intended as a good proxy of ex-ante uncertainty and it is a useful indicator of the degree of underpricing. Indeed, risky companies with high stock betas are exposed to higher underpricing"¹³⁶. In terzo luogo, nonostante non sia possibile definire un pattern chiaro per quanto riguarda il legame l'età dell'azienda e l'underpricing, dal loro studio emerge che le aziende con una lunga storia alle spalle sono quelle che sperimentano un minore sconto nel prezzo delle azioni offerte. Un altro fattore importante è il tasso di sottoscrizione delle IPO alla fine del periodo dell'offerta, il quale rappresenta "l'appetito" degli investitori nei confronti di un'IPO; più il valore di tale variabile è elevato, più l'underpricing risulta essere maggiore. Dunque, più gli investitori richiedono azioni più i ritorni iniziali sono maggiori. Inoltre, l'esercizio dell'opzione greenshoe¹³⁷ sembra influenzare in modo significativo il livello di underpricing. Come documentato da Dell'Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015), le IPO delle aziende che esercitano tale opzione sono associate a una migliore performance iniziale. L'underpricing risulta anche essere correlato negativamente alla percentuale di *secondary shares*, ovvero il numero di azioni offerte dagli azionisti esistenti diviso per il numero totale di azioni offerte nell'IPO. In altre parole, come emerge dallo studio di Teti e Montefusco (2021), quando una grande percentuale delle azioni offerte nell'IPO è costituita da azioni vendute dagli

¹³⁵ Teti E., Montefusco I. (2021), "Corporate governance and IPO underpricing: evidence from the Italian market", *Journal of Management and Governance*

¹³⁶ Dell'Acqua A., Etro L., Teti E., Murri M., (2015), "IPO underpricing and aftermarket performance in Italy", *Journal of Economic & Financial Studies*

¹³⁷ La green shoe, detta anche over-allotment option, è un'opzione che permette all'atto del collocamento dei titoli di una società, finalizzato all'ingresso in Borsa, la facoltà per l'emittente di aumentare la dimensione dell'offerta in modo da rispondere in modo adeguato alla domanda di titoli da parte degli investitori.

azionisti esistenti, si osservano solitamente valori di underpricing inferiori. Questo è principalmente attribuibile al fatto che, in questo scenario, gli azionisti sono maggiormente interessati ad ottenere un prezzo più elevato per le proprie azioni.

Infine, i quattro studiosi, nel loro campione di aziende italiane, registrarono un periodo di tempo tra l'offerta e la quotazione delle azioni (“time lag”) abbastanza breve, in media pari a cinque giorni. Come si può vedere in Figura 54, sorprendentemente, quando questa finestra temporale è più breve, l’underpricing risulta essere più elevato: infatti, quando il *time lag* è di 0-2 giorni, lo sconto nel prezzo delle azioni offerte è pari a circa il 15,52%. Queste IPO prevedono principalmente la quotazione in mercati secondari, dove le negoziazioni possono iniziare poco dopo l'ammissione al mercato. D'altra parte, le IPO con un periodo di tempo tra l'offerta e la quotazione delle azioni più ampio registrano un underpricing inferiore: infatti, dai dati raccolti si può notare che nel caso in cui il *time lag* sia maggiore di 6 giorni, lo sconto è pari all'1,57%.

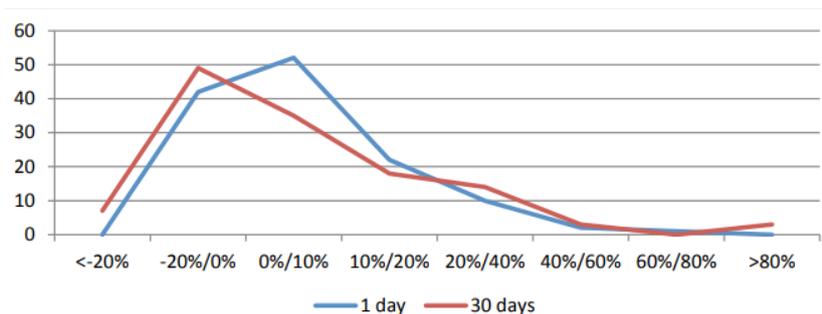
Panel D: Raw and adjusted underpricing under time lag classification					
Time lag	No. Ipos	RIR %	Std deviation	MAIR %	Std Deviation
0-2	12	15.52%	0.161	13.85%	0.167
3-4	17	7.69%	0.130	7.84%	0.127
5-6	79	6.22%	0.129	6.47%	0.124
>6 days	21	1.57%	0.082	2.87%	0.074
Total	129	6.52%	0.129	6.75%	0.124

Figura 54: Valori medi di underpricing suddividendo le IPO in base ai giorni che intercorrono fra l’offerta e la quotazione effettiva in Borsa dei titoli. [Fonte: Dell’Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015)].

4.6.3 Prestazioni delle aziende prima e dopo la quotazione

Come emerge dall’opera di Dell’Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015), in Figura 55 è possibile osservare che, nel periodo 2001-2012, il rendimento medio delle aziende italiane presenti nel loro campione dopo 30 giorni dall’IPO è pari al 5,07% (5,46% se si tiene in conto l’indice di mercato). Dato il minore rendimento rispetto a quello medio del primo giorno di negoziazione sempre calcolato dai due studiosi nello stesso periodo, è logico aspettarsi rendimenti cumulativi negativi nei giorni successivi all’IPO da parte di quelle aziende che avevano sperimentato un considerevole underpricing. Dai loro risultati emerge che circa il 48%

del campione aveva avuto una performance negativa nei giorni successivi all'IPO, e circa il 19,37% delle aziende aveva mostrato segni di prestazioni negative nonostante avesse ottenuto un rendimento positivo il primo giorno di negoziazione. Come scritto dai quattro studiosi, questo fenomeno “can be related to underwriters’ temporary support in the initial period of trading. They usually sell shares that they do not own before the IPO and then cover their position by purchasing shares from the market if the price starts to fall. Conversely, if the IPO is a success with a price leap, underwriters exercise the greenshoe option that allows them to buy shares from the issuer at the offer price”¹³⁸.



Year	IPOs	Raw underpricing (%)			Adjusted underpricing (%)		
		Mean	Positive	Negative	Mean	Positive	Negative
2001	18	-8.68%	4	14	-6.37%	8	10
2002	6	-2.63%	1	5	2.25%	3	3
2003	4	-6.31%	0	4	-10.39%	0	4
2004	8	1.14%	5	3	2.19%	3	5
2005	15	21.60%	11	4	19.10%	11	4
2006	21	7.80%	16	5	6.86%	14	7
2007	29	3.79%	16	13	5.46%	19	10
2008	6	4.15%	3	3	6.86%	5	1
2009	5	33.66%	5	0	34.46%	5	0
2010	8	-7.63%	1	7	-9.51%	2	6
2011	5	10.24%	2	3	10.94%	4	1
2012	4	15.32%	3	1	12.23%	2	2
Total	129	5.07%	67	62	5.46%	76	53

Figura 55: Rendimenti medi post-IPO delle aziende italiane considerando un orizzonte temporale di 30 giorni dopo la quotazione in Borsa. [Fonte: Dell’Acqua, Etro, Tetri e Murri (2015)].

Se ci si focalizza sul periodo di tempo tra il 2012 e il 2020, in Figura 56 si può osservare un rendimento assoluto medio positivo per le imprese che hanno proceduto all'IPO sia nel listino EXM, dove i ritorni medi dopo tre anni dalla quotazione sono pari a +31,7%, sia sull'EGM, dove tali rendimenti raggiungono il +20%. Tali valori continuano ad essere

¹³⁸ Dell’Acqua A., Etro L., Teti E., Murri M., (2015), “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, *Journal of Economic & Financial Studies*

ampiamente positivi anche al netto del rendimento dell'indice di mercato, attestandosi rispettivamente al +22,6% e al +6,2%. Come affermato nel Quaderno di ricerca Intermonte, “il risultato è interessante perché storicamente in Italia le imprese di nuova quotazione hanno sottoperformato rispetto al listino”¹³⁹.

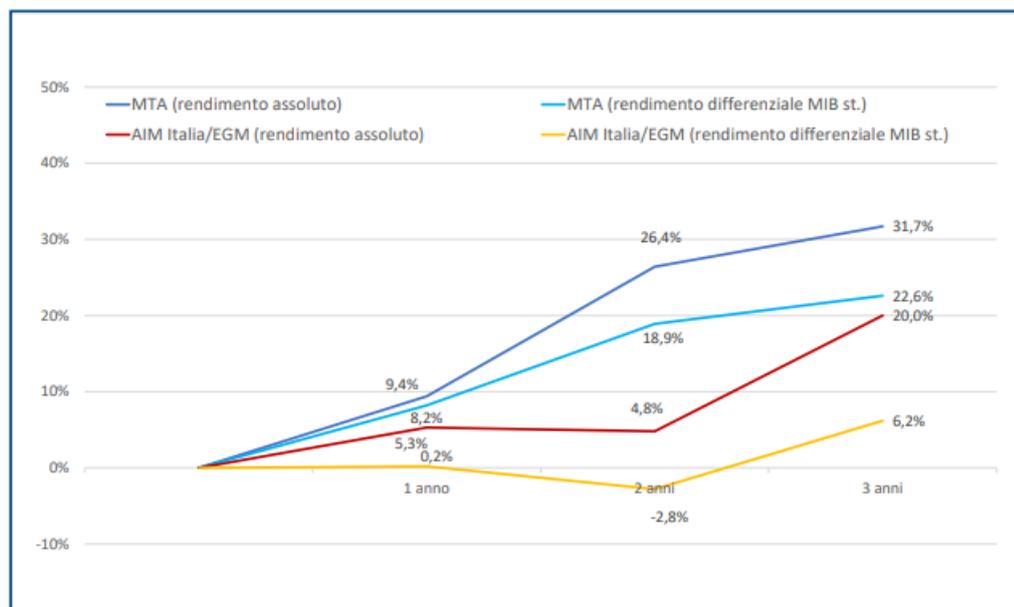


Figura 56: Performance assoluta e differenziale media rispetto all'indice MIB storico per le imprese ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. [Fonte: Quaderno di ricerca Intermonte].

Suddividendo questa finestra temporale anno per anno, si può notare dalla Figura 57 che, sul listino principale, dal 2014 in poi le imprese che hanno proceduto con un'IPO hanno registrato mediamente rendimenti positivi, migliori rispetto a quelli del mercato. Risulta essere interessante osservare anche la percentuale (indicata tra parentesi) di “matricole” che riescono a performare meglio dell'indice di mercato: a volte, come nel caso dei ritorni a tre anni per le nuove quotazioni del 2018, il rendimento medio positivo è dovuto alle prestazioni eccellenti di una minoranza di aziende, mentre la maggioranza tende a sottoperformare rispetto all'indice di mercato. Per quanto riguarda le aziende che hanno proceduto a quotarsi sul mercato EGM, lo scenario è diverso: su questo listino, fino al 2018 le imprese tendevano a sottoperformare costantemente rispetto all'indice, salvo rare eccezioni. Come si può notare dalla Figura 57, in questo mercato, il numero di società aventi un rendimento relativo positivo è molto più inferiore

¹³⁹ Intermonte Partners e Politecnico di Milano (2022), “Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)”, Quaderno di ricerca Intermonte

rispetto all'EXM, tanto che le percentuali riportate fra parentesi non superano mai il 50%. Come affermato nel Quaderno di ricerca Intermonte, “i rendimenti più elevati rispetto al mercato sono associati alle ‘matricole’ con capitalizzazione iniziale più elevata e con valore del collocamento iniziale maggiore. Al contrario, le società quotate a seguito di business combination con una SPAC hanno generato i rendimenti più deludenti”¹⁴⁰. Infine, è interessante osservare come si sono comportate le aziende che si sono quotate nel 2020, anno in cui è scoppiata la pandemia. È evidente come, sia sul listino EXM sia su quello EGM, le imprese abbiano avuto prestazioni positive, registrando ritorni ad un anno pari rispettivamente al +39,2% e al +59,9%, nonché rendimenti relativi uguali al +9,3% e +27,6%. Degno di nota, inoltre, risulta essere l'incremento del rendimento tra il secondo e il terzo anno delle aziende quotate sul mercato AIM/EGM nel 2018, pari al +117,8%. Nonostante questo periodo fosse influenzato dalla situazione legata alla pandemia, gli investitori hanno apprezzato molto i modelli di business innovativi e i progetti strategici presentati principalmente da alcune aziende giovani altamente tecnologiche e innovative quotate su questo mercato, le quali hanno registrato prestazioni eccellenti. Per le imprese che si sono quotate nel 2020, inoltre, è bene sottolineare che questi rendimenti notevolmente positivi possono essere anche influenzati da prezzi iniziali delle azioni molto più bassi del loro *fair value*, tipici di un periodo di incertezza e crisi.

Anno di quotazione	Rendimento a 1 anno		Rendimento a 2 anni		Rendimento a 3 anni		
	Assoluto	Relativo	Assoluto	Relativo	Assoluto	Relativo	
MTA/EXM	2012	+1,7%	-21,6% (50%)	+34,8%	-16,4% (50%)	+13,4%	-55,5% (0%)
	2013	-36,6%	-56,3% (0%)	-20,3%	-55,4% (0%)	-2,2%	-18,6% (50%)
	2014	+52,4%	+42,2% (80%)	+22,5%	+37,2% (80%)	+68,0%	+60,5% (100%)
	2015	-3,8%	+15,2% (56%)	+32,4%	+33,5% (56%)	+27,7%	+26,3% (67%)
	2016	+28,1%	+11,4% (50%)	+83,7%	+54,9% (50%)	+89,5%	+72,0% (75%)
	2017	+6,7%	+5,8% (60%)	+6,1%	+3,1% (40%)	-4,3%	+5,4% (50%)
	2018	-3,9%	-12,0% (25%)	+7,7%	+8,8% (50%)	+44,7%	+15,9% (25%)
	2019	+6,7%	+17,1% (80%)	+44,8%	+28,8% (60%)		
	2020	+39,2%	+9,3% (100%)				
	AIM/Italia/EGM	2012	+28,0%	+17,2% (60%)	+23,9%	-20,6% (20%)	-21,6%
2013		-25,4%	-40,9% (0%)	-18,8%	-48,3% (14%)	-37,3%	-46,6% (21%)
2014		+5,9%	-6,1% (23%)	-25,5%	-17,4% (27%)	-7,5%	-20,1% (18%)
2015		-24,1%	-6,5% (30%)	-1,0%	-0,1% (40%)	+1,6%	-1,7% (35%)
2016		+26,6%	+5,6% (30%)	+22,5%	-3,2% (30%)	+28,5%	+1,6% (30%)
2017		-6,6%	-6,4% (44%)	-16,6%	-20,5% (22%)	-19,1%	-19,9% (22%)
2018		+4,8%	+2,7% (46%)	+8,7%	+17,5% (46%)	+126,5%	+106,3% (50%)
2019		-3,5%	+5,1% (41%)	+38,0%	+21,7% (47%)		
2020		+59,9%	+27,6% (54%)				

Figura 57: Performance media assoluta e differenziale rispetto all'indice MIB storico per le imprese ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020: valore medio per anno di quotazione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. [Fonte: Quaderno di ricerca Intermonte].

¹⁴⁰ Intermonte Partners e Politecnico di Milano (2022), “Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)”, Quaderno di ricerca Intermonte

Per entrare maggiormente nel dettaglio dell'analisi delle aziende italiane, risulta ora essere interessante valutare alcune delle loro caratteristiche principali al momento della quotazione, confrontandole con quelle di altre imprese simili ma che non hanno proceduto all'IPO. Successivamente, le imprese quotate verranno suddivise in base alla loro indipendenza, alla loro dimensione e al periodo in cui hanno proceduto con l'IPO, e ne verranno mostrate le principali caratteristiche e differenze.

Innanzitutto, come documentato da Rondi e Carpenter (2006), le società che hanno deciso di quotarsi in Borsa erano considerevolmente più grandi di quelle che, nel loro campione, hanno deciso di non procedere con l'IPO; come si può notare in Figura 58, in particolare, le prime avevano vendite maggiori del 60%, più del doppio del totale degli attivi e un numero di dipendenti maggiore di circa 200 unità. In secondo luogo, le imprese che si sono quotate erano più giovani rispetto alle altre: i valori mediani dell'età, infatti, erano rispettivamente pari a 23 e 28 anni. Tuttavia, se si confronta questo dato con quello delle società statunitensi, si può notare che le aziende in Italia tendevano a quotarsi ormai in una fase di maturità; negli Usa, infatti, come documentato da Ritter (1991), l'età media delle imprese che si sono quotate, nel suo campione, era pari a 6 anni. In terzo luogo, le aziende italiane che procedevano all'IPO erano meno indebitate di quelle private (il rapporto *debt/assets* era rispettivamente pari a 0,162 e 0,252), presentavano rendimenti sugli assets (0,171 contro 0,114) e sul patrimonio (0,585 contro 0,474) significativamente più elevati e, infine, avevano un *investment rate* maggiore (0,160 contro 0,104). Come scritto da Rondi e Carpenter (2006), “on balance, the higher returns on assets and equity, combined with the faster rate of investment, suggest that the newly public firms perform somewhat better than the nonpublic firms do. The IPO sample’s lower indebtedness also suggests somewhat superior financial performance”¹⁴¹.

Come documentato sempre da questi ultimi due studiosi, gran parte dei proventi derivanti dall'IPO non vengono incassati dall'azienda; i proventi netti, definiti come la differenza fra quelli lordi e quelli trattenuti dagli azionisti esistenti, risultano essere molto bassi: ciò suggerisce che il proprietario-manager quoti sul mercato la propria società per estrarre ricchezza dall'azienda ed ottenere benefici privati. Dai loro studi, infatti, emerge che il rapporto fra i proventi netti e quelli lordi è pari soltanto al 0,531.

Sempre dalla Figura 58, è possibile osservare le caratteristiche delle imprese indipendenti che hanno proceduto con l'IPO, confrontandole con quelle che invece erano

¹⁴¹ Carpenter R. E., Rondi L., (2006), “Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms”, Springer

affiliate a dei gruppi. Nel momento della quotazione, le prime erano leggermente più vecchie (24 contro 22,5 anni) ed erano significativamente più piccole (ad esempio, il valore mediano dei dipendenti era 404 contro 912 di quelle affiliate a gruppi). Le aziende indipendenti presentavano un rapporto debito/assets più elevato e un tasso di investimento significativamente più elevato, ma allo stesso tempo sembravano essere meno redditizie. Inoltre, esse raccoglievano più fondi in relazione alla dimensione dell'impresa rispetto alle aziende affiliate a gruppi, i quali venivano reinvestiti nell'azienda in quantità decisamente maggiore. Degno di nota risulta essere il rapporto tra proventi netti e lordi: se nelle aziende indipendenti è pari a 0,682, in quelle affiliate tale valore (mediano) è pari a 0: quindi, sembra che quest'ultime imprese non trattengono nessun provento derivante dalla quotazione. Da questi risultati, è evidente la motivazione differente che vi è alla base della scelta di quotarsi o meno all'interno di un mercato borsistico: se per le aziende indipendenti, data la grande quantità di proventi trattenuti e il tasso di investimento molto elevato, la raccolta di capitale per poter finanziare la crescita sembra essere la ragione principale, d'altra parte la quotazione di società affiliate a determinati gruppi sembra essere soltanto un mezzo utilizzato ad esempio da un gruppo piramidale a cui appartiene tale società che permetta al proprietario di vendere parte delle sue azioni e diversificare la sua ricchezza pur mantenendo i diritti di controllo.

Un'altra suddivisione delle aziende che può essere fatta è quella in base alla dimensione: con "piccole" si intendono le imprese che presentavano *real sales* inferiori a 40 miliardi di Lire, mentre con "grandi" si intendono tutte le altre. Una prima differenza significativa è presente nell'età delle società: infatti, quelle piccole sembrano essere più vecchie di quelle grandi nel momento della quotazione di circa tre anni e mezzo, dal momento che il valore mediano dell'età è pari rispettivamente a 25 e 21,5. Oltre a essere più vecchie, hanno un rapporto debito/assets più elevato e caratteristiche operative simili a quelle grandi: non sembrano esserci differenze significative, infatti, se si analizzano i valori dei ritorni sugli assets e sull'equity, così come risulta essere simile anche l'investment rate. La principale differenza fra le aziende grandi e quelle piccole risiede nella percentuale di proventi che vengono trattenuti all'intero dell'impresa. Se per le prime il rapporto proventi netti/lordi è pari soltanto a 0,261, per le seconde è uguale a 0,996, dato che suggerisce che in queste aziende non si ha un'appropriazione indebita delle risorse aziendali e il proprietario-manager non estrae ricchezza dalla società per metterla nelle proprie tasche.

Infine, un'ulteriore suddivisione delle imprese può essere fatta in base al periodo in cui una società ha proceduto con l'IPO. Come si può vedere nella Figura 58, le aziende che si sono quotate negli anni '90 erano decisamente più piccole rispetto a quelle diventate pubbliche negli anni '80, sia se vengono considerate le vendite, sia gli assets e sia i dipendenti. Inoltre, avevano una leva finanziaria e un rapporto debito/assets più basso e, sebbene avessero rendimenti sugli assets e sull'equity simili o leggermente inferiori, mostravano tassi di investimento più elevati. Molto diverse erano le caratteristiche delle offerte pubbliche iniziali: i proventi totali passarono dall'essere pari al 17,1% degli assets totali negli anni '80 ad essere uguali al 35,3% negli anni '90, i proventi netti passarono dall'essere pari allo 0,4% degli assets totali ad essere uguali al 19,6%, ed infine il rapporto proventi netti/lordi passò da 0,024 a 0,627.

N. firms	IPO sample ¹	Full sample ²	Group affiliated IPOs	Independent IPOs	Large firm IPOs	Small firm IPOs	IPO 80 (1977-1989)	IPO 90 (1991-1999)
	57	14,265 obs.	24	33	42	15	38	19
<i>I. Firm characteristics</i>								
Employees	579	373	912	404 ^a	755	283 ^a	717	353 ^b
Real sales (Mill. ITL, 1980 = 100)	71,428	44,358	87,322	53,304 ^b	91,081	32,019 ^a	76,568	58,253
Real total assets (Mill. ITL, 1980 = 100)	73,412	38,836	96,087	62,305 ^a	82,281	31,675 ^a	75,537	67,409
Age	23.0	28	22.5	24	21.5	25	20.5	25
<i>II. Financial characteristics</i>								
Leverage	0.310	0.503	0.349	0.310	0.280	0.411	0.393	0.225
Debt/assets	0.162	0.252	0.134	0.213	0.141	0.256	0.238	0.135
Long term debt/assets	0.092	0.082	0.099	0.087	0.096	0.087	0.100	0.057
<i>III. Operating characteristics</i>								
Return on assets	0.171	0.114	0.148	0.138	0.151	0.138	0.143	0.149
Return on equity	0.585	0.474	0.400	0.324	0.355	0.332	0.388	0.324
Investment rate	0.160	0.104	0.110	0.209 ^b	0.160	0.156	0.128	0.178
<i>IV. Characteristics of the IPO</i>								
Gross proceeds/total assets	0.243	–	0.147	0.263 ^a	0.255	0.197	0.171	0.353 ^a
Net proceeds/total assets	0.102	–	0.000	0.162 ^a	0.057	0.145 ^b	0.004	0.196 ^a
Net proceeds/gross proceeds	0.531	–	0.000	0.682 ^a	0.261	0.996 ^a	0.024	0.627

Figura 58: Caratteristiche delle imprese italiane al momento della quotazione.
[Fonte: Carpenter e Rondi (2006)].

Infine, dopo aver valutato quali erano le caratteristiche principali delle società al momento della quotazione, risulta essere molto interessante andare ad analizzare alcuni importanti indicatori come dimensioni, crescita, redditività e leva finanziaria, prima e dopo la quotazione. In questo modo si cercherà di capire quali sono le principali motivazioni che in Italia hanno spinto alcune imprese a procedere con l'IPO.

Innanzitutto, come si può notare dalla Figura 59, se si considera l'intero campione il numero di dipendenti cresce in maniera significativa dopo la quotazione nel mercato borsistico, passando da 592 pre-IPO a 638 post-IPO. Tuttavia, questo aumento di personale non sembra essere accompagnato da una crescita di altri indicatori importanti come il tasso di investimenti

e le vendite; anzi, alcune variabili come la redditività e la leva finanziaria sono significativamente più basse rispetto al periodo precedente alla quotazione. In particolare, se da un lato le aziende indipendenti presentano un aumento significativo post-IPO del numero di dipendenti, dall'altro registrano una diminuzione significativa per quanto concerne sia la redditività sia la leva finanziaria. D'altro canto, le imprese appartenenti a gruppi non hanno variazioni statisticamente significative da prima a dopo la quotazione per quanto riguarda gli indicatori di performance. Infine, suddividendo le imprese in base al periodo in cui si sono quotate e confrontandole fra di loro, si può notare che quelle che hanno proceduto all'IPO negli anni '90 riportavano tassi di investimento e vendite maggiori prima di diventare pubbliche. Post-IPO i valori di questi indicatori sono diminuiti, così come sono calati anche il ROA e la leva finanziaria. Complessivamente, si può osservare dalla Figura 59 una netta somiglianza tra le performance delle società indipendenti e quelle che hanno optato per la quotazione negli anni '90: queste, infatti, presentano tassi di crescita simili pre-IPO, così come registrano un incremento significativo di dipendenti post-IPO.

N. firms	IPO sample		Group affiliated IPOs		Independent IPOs		IPO 80 (1977–1989)		IPO 90 (1991–1999)	
	Pre-IPO	Post-IPO	Pre-IPO	Post-IPO	Pre-IPO	Post-IPO	Pre-IPO	Post-IPO	Pre-IPO	Post-IPO
	36		16		20		24		12	
Employees	592	638 ^b	910	958	417	483 ^a	741	793	365	370 ^b
Employment growth	0.002	0.011	-0.008	-0.007	0.008	0.015	-0.008	0.006	0.012	0.022
Investment rate	0.109	0.110	0.103	0.099	0.137	0.135	0.104	0.110	0.126	0.118
Real sales growth	0.060	0.036	0.063	0.058	0.059	0.008	0.061	0.078	0.060	0.006
ROA	0.201	0.144 ^a	0.192	0.150	0.216	0.139 ^a	0.204	0.154 ^b	0.181	0.112 ^a
Leverage	0.498	0.364 ^b	0.507	0.425	0.498	0.334 ^b	0.506	0.417	0.498	0.318 ^a

Figura 59: Caratteristiche delle imprese italiane prima e dopo la quotazione. [Fonte: Carpenter e Rondi (2006)].

Come documentato da Rondi e Carpenter (2006), valutando il comportamento delle aziende in base al periodo in cui si sono quotate in Borsa, si scopre che “the ex-post behavior of firms going public in the 1990s, i.e. in a period of favorable institutional change, appears disappointingly similar to the behavior of IPOs in the 1980s. In the 1990s Italian firms did not grow faster after going public in term of investment, total assets and employment. If any, they even grew less, in term of real sales, than firms going public in the 1980s”¹⁴². Confrontando le performance delle imprese che si sono quotate negli anni 90' con quelle che hanno proceduto

¹⁴² Carpenter R. E., Rondi L., (2006), “Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms”, Springer

all'IPO negli anni '80, si scopre che le prime non hanno registrato post-IPO una maggiore crescita rispetto alle seconde in termini di investimenti, assets totali e dipendenti; anzi, se per le prime la redditività diminuisce significativamente, per le seconde aumenta. Inoltre, le aziende che si sono quotate negli anni '90, post-IPO, hanno diminuito consistentemente la propria leva finanziaria. Nel periodo pre-IPO, invece, se da un lato le aziende quotate negli anni '80 non mostrano alcun segno di crescita significativo, dall'altro quelle che hanno proceduto con l'IPO negli anni '90 sono cresciute in maniera evidente. Per quest'ultime imprese, risulta essere evidente che il periodo di crescita notevole si interrompe con la quotazione: da questo momento in poi, i principali indicatori che misurano le prestazioni dell'impresa, tra cui la redditività, tendono a diminuire. Questi risultati suggeriscono che i manager di queste aziende probabilmente hanno optato per la quotazione in Borsa non tanto per motivi legati alla crescita e all'espansione, bensì per monetizzare e massimizzare i proventi derivanti dall'IPO, andando pubbliche nel momento migliore per le società stesse, ovvero quello di crescita massima.

Valutando le prestazioni delle società indipendenti, come detto precedentemente, si è scoperto che hanno un andamento pre-IPO simile alle aziende che si sono quotate negli anni '90: queste imprese, infatti, prima della quotazione tendono a crescere molto rapidamente in termini sia di assets totali, sia di vendite e sia di dipendenti. Post-IPO i due studiosi hanno trovato due effetti un po' contrastanti: se da un lato le aziende sembra che continuino a crescere sia per quanto riguarda gli assets totali, specialmente nell'anno della quotazione e due anni dopo, che per i dipendenti, principalmente nell'anno dopo la quotazione e tre anni dopo, dall'altro si registra una diminuzione significativa della leva finanziaria e del ROA. Come affermato da Rondi e Carpenter (2006), "their behavior prior to the IPO may reflect spending in anticipation of going public and subsequent use of IPO proceeds to increase the scale of the firm and rebalance the company's books"¹⁴³. Per quanto riguarda le società affiliate a dei gruppi, non si registrano variazioni significative da prima a dopo la quotazione, bensì, come tutto il campione, presentano una diminuzione dei principali indicatori di performance. Per queste società, dunque, la quotazione in un mercato borsistico non rappresenta un evento in grado di cambiare le sorti della società, bensì risulta essere soltanto un avvenimento che consente al principale azionista del gruppo a cui tale società appartiene di disinvestire parzialmente risorse proprie dall'azienda, separare maggiormente i diritti di voto da quelli

¹⁴³ Carpenter R. E., Rondi L., (2006), "Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms", Springer

patrimoniali e/o massimizzare i proventi derivanti dall'IPO nei periodi chiamati *hot issue markets*.

Infine, analizzando le prestazioni delle società in base alla loro dimensione, dal loro studio si nota che le aziende piccole, post-IPO, crescono molto più rispetto alle grandi aziende, sembrano trattenere quasi tutti i proventi, e il tasso di occupazione e la redditività crescono significativamente. Per questo sotto-campione di aziende, i risultati suggeriscono che la quotazione in Borsa è dettata principalmente dalla voglia di perseguire le opportunità di investimento e crescita potenzialmente molto redditizie; ricorrendo ai mercati azionari, queste società sono in grado di raccogliere ingenti somme di denaro e finanziare le proprie attività. Infine, "the pattern of small firms' indebtedness after the IPO suggests that access to the equity market may facilitate borrowing in the credit market"¹⁴⁴. Negli anni successivi all'IPO la leva finanziaria di queste imprese tende ad aumentare, così come il debito a lungo termine; questo suggerisce in parte che, man mano che le piccole aziende si fanno conoscere in larga scala e aumentano la loro reputazione, riescono ad ottenere ulteriori fondi esterni, mentre i problemi legati all'asimmetria informativa post-IPO tendono a diminuire.

In conclusione, essendo la quotazione in Borsa un percorso molto costoso, generalmente le aziende che procedono con l'IPO si pensa che abbiano ex-ante opportunità di crescita altamente redditizie: tramite l'emissione di azioni, la società è in grado di raccogliere capitale e finanziare gli investimenti necessari. Tuttavia, in Italia, come affermato finora, in molti casi sembra che la crescita si interrompa o comunque sia molto più ridotta rispetto che in altri Paesi, suggerendo che dietro alla scelta della quotazione in Borsa per un'impresa italiana si possano celare dietro svariati motivi.

¹⁴⁴ Carpenter R. E., Rondi L., (2006), "Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms", Springer

Conclusioni

L'obiettivo prefissato di questo elaborato era quello di gettare luce su un argomento molto critico come quello delle strutture dei diritti di voto, il quale in passato è stato oggetto di moltissimi studi spesso discordanti fra di loro. L'eterogeneità di queste analisi non è dovuta ad errori da parte degli studiosi, bensì suggerisce che la questione è veramente complessa e che non è possibile giungere ad una conclusione univoca.

Innanzitutto, un elemento cruciale nella discussione sulle strutture dei diritti di voto è il confronto tra le dual class shares e il principio "one share, one vote". Alla base di quest'ultimo vi è l'idea che ogni azione deve conferire un solo voto, garantendo così un'allocatione dei diritti di voto proporzionale alla partecipazione azionaria. D'altro canto, le dual class shares assegnano differenti diritti di voto a diverse classi di azioni, permettendo ai fondatori di controllare l'impresa senza investire una quantità enorme di denaro. La scelta di una struttura piuttosto che l'altra influenza la contendibilità del controllo della società: com'è stato possibile constatare all'interno di questo elaborato, la struttura a doppia classe di azioni è uno dei meccanismi utili per rafforzare e consolidare il controllo aziendale, rendendo più difficile ad un ipotetico scalatore l'acquisizione della società. A differenza delle aziende single class, in quelle dual class il maggiore azionista detiene, tendenzialmente, molti più diritti di voto rispetto a quelli patrimoniali; in questa situazione, vi è un rischio maggiore che egli metta in atto comportamenti opportunistici, cercando di massimizzare la propria ricchezza e perseguendo i propri scopi personali a spese degli azionisti di minoranza. D'altra parte, però, una maggiore stabilità del controllo interno può avere molti risvolti positivi: ad esempio, la struttura a doppia classe di azioni permette ai fondatori delle società di perseguire strategie a lungo termine senza essere influenzati dagli investitori che molto spesso, principalmente, mirano a ottenere benefici immediati e a massimizzare i profitti a breve termine, a discapito della creazione di valore nel lungo periodo. Proprio per questo motivo, la struttura dual class share è adottata frequentemente dalle società che si focalizzano sullo sviluppo di innovazioni che difficilmente generano benefici nell'immediato, come quelle *high tech*. D'altra parte, in settori più stabili o in aziende più mature, il principio "one share, one vote" potrebbe essere preferibile affinché vengano tutelati maggiormente gli azionisti di minoranza. Evidenze empiriche hanno dimostrato come le società dual class man mano che maturano tendono a svalutarsi maggiormente rispetto a

quelle single class: infatti, è emerso che le prestazioni si deteriorano notevolmente, i tassi di crescita e di innovazione diminuiscono drasticamente, il premio di voto aumenta e i rendimenti in seguito agli annunci di distribuzione dei dividendi aumentano, sinonimo del fatto che vi sono maggiori costi di agenzia. Tutto ciò porta a concludere che i motivi principali a favore dell'adozione di una struttura azionaria a doppia classe, con il passare del tempo, vengono meno e che, quindi, è proprio in questa fase che si presentano i maggiori pericoli: il maggiore azionista, non vedendo più molti margini di crescita, potrebbe essere indotto maggiormente ad estrarre e a godere dei benefici privati del controllo, mettendo in primo piano la massimizzazione della propria utilità.

A supporto di questa tesi, è stato interessante analizzare come l'annuncio di una dual class recapitalization venga visto in maniera diversa se a farlo è un'azienda giovane oppure una in fase di maturità. Come si è potuto constatare all'interno dell'elaborato, vi sono numerose evidenze empiriche riguardo questo evento. Da un lato, Partch (1987), Jarrell e Poulsen (1988) e Cornett e Vetsuypens (1989) calcolarono i rendimenti anomali medi nel breve periodo in seguito ad annunci di ricapitalizzazioni a doppia classe: i loro risultati, nonostante fossero un po' diversi, erano sempre praticamente nulli o non significativi, facendo presumere che tali eventi non influenzassero il mercato e il prezzo delle azioni. Dall'altro, Dimitrov e Jain (2006) estesero l'orizzonte temporale fino a quattro anni dopo l'annuncio: in questo caso, i due studiosi trovarono rendimenti anomali cumulati pari al 23,11%, valore altamente significativo; da questo studio, quindi, emerge come, nel lungo periodo, il mercato sembri percepire l'importanza di questo evento, facendo aumentare di valore la tesi secondo cui le ricapitalizzazioni dual class siano eventi che creano valore per gli azionisti. I due studiosi, inoltre, trovarono come rendimenti maggiori fossero riscontrati principalmente nelle aziende che provvedevano ad emettere nuove azioni post-ricapitalizzazione. Se precedentemente era stato calcolato un valore medio degli abnormal returns pari al 23,11%, andando maggiormente nel dettaglio si è potuto osservare come questa percentuale fosse fortemente dovuta alle imprese che ricorrevano successivamente alle Secondary Equity Offerings: infatti, queste avevano dei rendimenti anomali medi del 52,61%, mentre quelli delle altre si attestavano solamente al 2,99%. I risultati ottenuti sono coerenti con l'ipotesi secondo cui una ricapitalizzazione dual class crea maggior valore quando a metterla in atto è una società che presenta molte opportunità di crescita, permettendo al maggiore azionista di finanziare i nuovi progetti senza perdere il controllo. Dal momento che un'azienda più matura presenta un tasso di crescita decisamente ridotto e le sue

prestazioni si deteriorano notevolmente, il rischio che la ricapitalizzazione a doppia classe sia portata a compimento per motivi che esulano dalla crescita della società è notevolmente maggiore. Come documentato da Hyunseob e Roni (2019), il mercato reagisce positivamente all'annuncio di ricapitalizzazione a doppia classe di una società giovane, gli azionisti ne giovano da tale cambiamento e il valore della società aumenta. D'altra parte, quando a mettere in atto tale trasformazione è una società matura, gli abnormal returns sono significativamente inferiori. Questi risultati confermano l'ipotesi secondo cui più un'azienda diventa matura, più c'è il rischio che tale evento sia utilizzato dal manager come uno strumento per consolidare la propria posizione ed estrarre maggiori benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza.

Com'è stato detto precedentemente, una volta raggiunta la fase di maturità, le società dual class devono fare i conti con una valutazione inferiore, con costi d'agenzia superiori e con una maggiore difficoltà nel reperire fondi dall'esterno, dal momento che gli investitori pubblici diffidano riguardo l'utilizzo che ne verrà fatto di tale denaro; questa situazione ha spinto molte aziende a doppia classe mature ad abbandonare volontariamente la loro struttura a doppia classe. L'unificazione delle classi azionarie permette di ridurre i costi d'agenzia delle aziende dual class e di eliminare il cosiddetto wedge fra i diritti di voto e i diritti patrimoniali del maggiore azionista. Dunque, questo evento permette di allineare maggiormente gli interessi di tutti gli attori coinvolti, inducendo chi è al comando dell'impresa a comportarsi in maniera corretta e a prendere decisioni per il bene di tutti. Evidenze empiriche hanno dimostrato che il mercato, tendenzialmente, reagisce positivamente all'annuncio di questi eventi e il prezzo delle azioni tende ad aumentare. Ad esempio, nell'orizzonte temporale $[-1,+1]$, Ehrhardt, Kuklinski e Nowak (2004) hanno stimato i rendimenti anomali per le azioni senza diritto di voto pari al 7,75%, mentre quelli delle azioni con tale privilegio erano uguali al 3,86%; nella stessa finestra temporale, Betzer, Bongard e Goergen (2012) ottennero degli abnormal returns per le azioni di seconda e prima classe, rispettivamente pari al 5,29% e all'1,88%. Dietro a questi numeri significativamente positivi, si cela dietro il fatto che gli investitori percepiscono l'unificazione come un evento di grande valore: tendenzialmente, oltre a risolvere i problemi di separazione fra proprietà e controllo, provoca un aumento del valore di mercato della società, migliora la sua immagine pubblica, rende più liquide le azioni e facilita la raccolta di capitale. Tuttavia, evidenze empiriche hanno dimostrato che, alcune volte, il valore che crea tale evento è totalmente distrutto dai comportamenti messi in atto dai maggiori azionisti. Questo è il caso dell'Italia, dove Bigelli, Mehrotra e Rau (2011), nell'orizzonte temporale $[-1,+1]$, trovarono

rendimenti anomali delle azioni con diritto di voto negativi, pari al -1,50%, e una variazione della capitalizzazione di mercato della società che ha unificato le classi azionarie non significativa, uguale al +0,57%; invece, gli abnormal returns delle azioni di seconda classe erano fortemente positivi, pari all'11,29%. Il comportamento così diverso dei rendimenti delle due classi azionarie è la causa del principale aspetto negativo di questo evento, ovvero l'insider trading. Bigelli (2004) e Lauterbach e Yafeh (2010), nei loro studi hanno riportato numerosi casi in cui il maggiore azionista, con intenzione di unificare successivamente le classi azionarie, ha acquistato un significativo blocco di azioni senza diritto di voto nei mesi precedenti all'annuncio della futura unificazione. In questo modo, egli è riuscito a limitare la propria diluizione del potere di voto e a non subire una perdita economica: infatti, post-unificazione il valore delle azioni che prima erano di seconda classe aumenta notevolmente, permettendo al maggiore azionista di compensare l'effetto negativo sulla ricchezza delle azioni con diritto di voto. Questo fenomeno si è riscontrato non raramente in Italia specialmente a causa del voting premium molto elevato, il quale è stato stimato da Zingales (1994) essere pari all'81,5%; infatti, maggiore è la differenza di prezzo fra le azioni appartenenti alle due classi di azioni, maggiore è l'aumento di valore di quelle senza diritto di voto post-unificazione, maggiore è la propensione dei maggiori azionisti a mettere in atto comportamenti opportunistici. In conclusione, riguardo l'unificazione delle classi azionarie, Lauterbach e Pajuste (2014) constatarono la presenza di due effetti: uno negativo, legato all'ipotesi di espropriazione, e uno positivo, legato al miglioramento della governance aziendale. Nelle unificazioni in cui non vengono messi in atto comportamenti opportunistici da parte degli azionisti di maggioranza, la valutazione della società tenderà ad aumentare; d'altro canto, se i soci di controllo tentano di espropriare gli azionisti di minoranza, il mercato tenderà a reagire meno positivamente e l'effetto negativo tenderà a compensare totalmente quello positivo dettato dal miglioramento della governance aziendale ottenuto grazie all'unificazione delle classi azionarie.

Per completare l'analisi, sono state analizzate le performance post-IPO di aziende simili ma aventi una struttura dei diritti di voto differente. Innanzitutto, si è scoperto che le società dual class, al momento della quotazione, sperimentavano un minore underpricing: come emerge dagli studi di Booth e Chua (1996) e Brennan e Franks (1997), il maggiore azionista di una società dual class, grazie al possesso di azioni aventi diritti di voto superiori, riesce a mantenere il controllo anche quando vi sono altri investitori che detengono grandi blocchi di azioni. Pertanto, tendenzialmente, è meno incentivato ad emettere le azioni a prezzi molto più bassi del

loro valore reale con lo scopo di creare un eccesso di domanda e giungere ad una proprietà maggiormente dispersa. Questo legame fra la struttura dei diritti di voto e l'underpricing è stato riscontrato anche da Zutter (2003): come emerge dalla sua opera, le azioni delle società single class venivano emesse con uno sconto maggiore del 2,9% rispetto a quelle delle imprese dual class, dato statisticamente significativo se si considera che rappresenta più del 20% dello sconto medio di un'IPO. Passando all'analisi delle prestazioni a lungo termine delle società, è stato possibile constatare che le aziende dual class non mostrano segni di una maggiore long run underperformance rispetto a quelle single class; anzi, se si considera un orizzonte temporale di tre anni post-IPO, spesso sono proprio le società a classe singola che devono affrontare un maggiore calo delle proprie prestazioni. Degno di nota risulta essere lo studio condotto da Ritter (2023): considerando tre anni dopo la quotazione, le aziende dual class presentavano dei rendimenti medi assoluti pari al 45%, mentre quelli delle imprese single class erano uguali al 21,6%. È importante sottolineare, però, che per le prime i rendimenti rimanevano positivi (returns market-adjusted pari al 6%) anche aggiustandoli tenendo in considerazione l'indice di mercato e di settore, mentre per le seconde i valori diventavano negativi (-17,2%). Tale differenza nelle performance a lungo termine, tuttavia, incide sulla valutazione delle società in maniera diversa a seconda dell'ambiente in cui si trovano: da un lato, Smart, Thirumalai e Zutter (2007) riscontrarono che il mercato sembrava scontare maggiormente le azioni delle imprese dual class rispetto a quelle delle imprese single class, mentre dall'altro, Lakkonen e Akesson (2007) non trovarono evidenze di tale sconto nelle valutazioni. Nel campione di aziende statunitensi, dunque, la paura che gli azionisti di maggioranza mettessero in atto comportamenti opportunistici prevaleva sull'effetto positivo delle migliori prestazioni a lungo termine, comportando per le società dual class un maggiore sconto nelle valutazioni. In Svezia, invece, il mercato identifica razionalmente gli effetti positivi che una struttura azionaria a doppia classe ha sulle performance aziendali, con conseguente valutazione delle imprese dual class non inferiore a quelle single class. Probabilmente, in Svezia, la forte tradizione attorno alla struttura dual class e la maggiore diffusione ha portato ad una maggiore auto-regolamentazione interna alle società, facendo preoccupare meno gli investitori riguardo eventualità di espropriazione da parte dei maggiori azionisti.

Infine, come emerge dallo studio di Ritter (2023), negli ultimi anni si è assistito ad una rinascita della struttura dual class: nel campione di società da lui analizzato, si è potuto constatare come nel 1983 le IPO portate a termine da aziende aventi una struttura dual class

erano pari all'1,6% di quelle totali (7 su 451), nel 2000 rappresentavano il 6,6% (25 su 380), nel 2018 il 20,1% (27 su 134) e nel 2021 il 32,5% (101 su 311). Questa crescita del numero di quotazioni da parte di aziende con una struttura a doppia classe di azioni è dovuta principalmente alle società tecnologiche. Se da un lato la percentuale di IPO dual class fra le aziende non appartenenti al settore tecnologico dal 2009 al 2021 non è variata drasticamente, dall'altro quella delle IPO dual class tra le società tecnologiche è mutata considerevolmente, passando dall'essere pari al 5,7% nel 2014, ad attestarsi nel 2021 al 46,6%. Come affermato da Aggarwal, Eldar, Hochberg e Litov (2022), le innovazioni tecnologiche avvenute negli ultimi vent'anni hanno ridotto la necessità di raccogliere capitale, permettendo ai fondatori delle società di questo settore di ottenere un maggior potere contrattuale, il quale li ha fatti propendere sempre più verso una quotazione in Borsa con una struttura dual class, in modo tale da poter raccogliere capitale e allo stesso tempo mantenere il controllo.

In conclusione, come affermato da Adams e Ferreira (2008), il fatto che gli studi spesso arrivino a risultati contrastanti suggerisce che è molto difficile identificare empiricamente gli effetti di eventi che comportano modifiche nell'allocazione dei diritti. Come si è potuto constatare all'interno di questa tesi, sia l'unificazione delle classi azionarie sia la ricapitalizzazione a doppia classe, tendenzialmente creano valore per la società; tuttavia, data la doppia natura delle strutture dei diritti di voto, le quali presentano molti benefici ma anche altrettanti costi, è stato possibile constatare come dietro a scelte che all'apparenza possono essere value enhancing, si possano celare comportamenti opportunistici value destroying.

Bibliografia

Adams R, Ferreira D. (2008) “One Share-one vote: the empirical evidence”, *Review of Finance*, 12, pp. 51-91.

Adams R., Hermalin B. e Weisbach M. (2010), “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 48 No. 1, pp. 58-107.

Aggarwal D., Eldar O., Hochberg Y.V. e Litov L.P. (2022), “The rise of dual-class stock IPOs”, *Journal of Financial Economics* 144, pp. 122-153.

Aghion P. e Bolton P. (1992), “An incomplete approach to financial contracting”. *Review of Economic Studies*, 59, pp. 474-494.

Alvaro S., Ciavarella A., D’Eramo D. e Linciano N. (2014), “La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo”, *Quaderni giuridici Consob*.

Amoako-Adu B. e Smith B. (2001), “Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class”, *Journal of Banking and Finance* 25, pp. 1083–1111.

Auletta K. (1986), “Greed and Glory on Wall Street: The Fall of the House of Lehman”, New York: Random House.

Barclay M. e Holderness C. (1989), “Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 371-395.

Bauguess S.W., Slovin M.B. e Sushka M.E. (2012), “Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights”, *Journal of Banking & Finance*, vol. 36, n. 4.

Bebchuk L.A. e Kastiel K. (2017), "The untenable case for perpetual dual-class stock.", *Virginia Law Review* 103 (2017), pp. 585-630.

Bennedsen M. e Nielsen K. M. (2010), “Incentive and entrenchment effects in European ownership”, *Journal of Banking & Finance*, Volume 34, Issue 9, pp. 2212-2229.

Bennedsen M. e Wolfenzon D. (2000), “The balance of power in closely held corporations”, *Journal of Financial Economics*, 2000, vol. 58, issue 1-2, pp. 113-139.

Berle, A. e G. Means. (1932), “The Modern Corporation and Private Property” , New York: MacMillan.

Betzer, A., van den Bongard, I. e Goergen, M. (2012), “Index membership vs. loss of control: The unification of dual class shares”, Unpublished manuscript, Cardiff University.

Bigelli M. (2004), “Dual Class Stock Unifications and Shareholders' Expropriation”, Social Science Research Network.

Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2006), “Expropriation through unification? Wealth effects of dual class share unifications in Italy”, Working Paper.

Bigelli M., Mehrotra V. e Rau P. R. (2011), “Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy”, *Journal of Corporate Finance* 17(5), pp. 1619-1635.

Booth J. R. e Chua L. (1996), “Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing”, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 41(2), pp. 291-310.

Boulton T., Smart S. B. e Zutter C. J. (2010), “IPO underpricing and international corporate governance”, *Journal of International Business Studies* 41, pp. 206–222.

Bradley D. J. e Jordan B. D. (2002), “Partial Adjustment to Public Information and IPO Underpricing”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, no. 4, pp. 595–616.

Brennan M. J. e Franks, J. (1997), “Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK”, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 45(3), pp. 391-413.

Brunello G. and Graziano C. e Parigi B. (2001), "Executive compensation and firm performance in Italy," *International Journal of Industrial Organization*, Elsevier, vol. 19(1-2), pp. 133-161.

Burkart M., Gromb D. e Panunzi F. (1998), “Why higher takeover premia protect minority shareholders”, *Journal of Political Economy* 106, pp. 172-204.

Buscemi G., Narizzano S., Savino F. e Viggiano G. (2021), “L’impatto della crisi da Covid-19 sull’accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane”, Note Covid-19, Banca d’Italia.

Cadbury A. (1992), “Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance”.

Carpenter R. E. e Rondi L. (2006), “Going Public to Grow? Evidence from a Panel of Italian Firms”, Springer, *Small Business Economy* 27, pp. 387–407.

Cassia L., Giudici G., Paleari S. e Redondi R. (2006), “IPO underpricing in Italy”, *Applied Financial Economics*, 14:3, pp. 179-194.

Chemmanur T. J. e Jiao Y. (2007), “Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis”, Social Science Research Network.

CNPF (Conseil National du Patronat Français) and AFEP (Association Française des Entreprises Privées) (1995), “The Boards of Directors of Listed Companies in France”.

Coffe J. (2000), “Privatization and corporate governance: the lesson from Securities markets failure.”, Working Paper (58), Columbia Law School, New York.

Coffee J. (2001), “Do Norms Matter? A Cross-Country Evaluation”, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 149, No. 6, pp. 2151-2177.

Comment, R. e Schwert G.W. (1995), “Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measures”, *Journal of Financial Economics* 39, pp. 3-43.

Conyon M. e Murphy K. (2000), “The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom”, *Economic Journal*, vol. 110, issue 467, pp. F640-71.

Consob (2022), “Report on corporate governance of Italian listed companies”.

Core J., Guay W. e Larcker D. (2003), “Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey”. *FRBNY Economic Policy Review*, 9, pp. 27-50.

Cornett M. e Vetsuypens M. (1989), “Voting rights and shareholder wealth: the issuance of limited voting common stock”, *Managerial and Decision Economics* 10, pp. 175-188.

Crespi R., Gispert C. e Renneboog L. (2002), “Cash-Based Executive Compensation in Spain and the U.K.”, In *Corporate Governance: Convergence and Diversity*, J. McCahery, P. Moerland, T. Raaij-makers, and L. Renneboog, eds. Oxford Univ. Press.

DeAngelo H. DeAngelo L. (1985), “Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock”, *Journal of Financial Economics* 14, pp. 33-69.

Dell’Acqua A., Etro L., Teti E. e Murri M. (2015), “IPO underpricing and aftermarket performance in Italy”, *Journal of Economic & Financial Studies*, Vol. 03, No. 03, pp. 1-14

Demsetz H. (1983), “The structure of ownership and the theory of the firm”, *Journal of Law and Economics* 26, pp. 375-390.

Demsetz H. e Lehn k. (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, 93, pp. 1155-1177.

Denis D. e McConnell J. J. (2003), “International Corporate Governance”. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 1-36.

Dimitrov V. e Jain P.J. (2006), “Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns”, *Journal of Corporate Finance* 12, pp. 342-366.

Dyck A. e Zingales L. (2004), “Private benefits of control: An international comparison.”, *Journal of Finance* 59, pp. 537-600.

Easterbrook H. F. (1984), “Two Agency-Cost Explanations of Dividends”, *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, pp. 650-659.

Enriques L. e Volpin P. (2007), “Corporate Governance Reforms in Continental Europe”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.21, n.1, pp.117-140.

Ehrhardt O., Kuklinski J. e Nowak E. (2004), “Unifications of dual class shares in Germany: Empirical evidence on the effects of related changes in ownership structure, market value, and bid-ask spreads on the cost of capital”, Unpublished working paper, Università della Svizzera Italiana, Lugano.

Ehrhardt O. e Nowak E. (2003) “Private Benefits and minority shareholder expropriation”. EFA 2003 Annual Conference Paper (809).

Ewens M., Nanda R. e Rhodes-Kropf M. (2018), “Cost of experimentation and the evolution of venture capital”, *J. Financ. Econ.* 128, pp. 422–442.

Fama E. (1980), “The ultimate ownership of Western European corporations”, *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 288-307.

Fama E.F. e Jensen M.C. (1983), “Separation of ownership and control”, *Journal of Law and Economics* 26, pp. 301-325.

Ferran E. (2004), “Building an EU Securities Market”, Cambridge: Cambridge University Press.

Ferretti R., Murgia M. e Sandri S. (1993), “Il valore delle azioni di risparmio: nuove evidenze empiriche”, *Finanza Imprese e Mercati*, 3, pp. 351-389.

Field L. e Sheehan D. (2000), “Underpricing in IPOs: control, monitoring or liquidity?”, Unpublished working paper, Penn State University.

Fischel D. R. (1987), Organized exchanges and the regulation of dual class common stock, *The University of Chicago Law Review* 54, pp. 119–152.

Fisch J. e Solomon S. D. (2019), “The problem of sunsets”, *Boston Univ. Law Rev.* 99, pp. 1057-1094.

Gao X., Ritter J. R. e Zhu Z. (2013), “Where Have All the IPOs Gone?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 6, pp. 1663–1692.

German Corporate Governance Code (as amended on 28 April 2022, convenience translation).

Gompers P. A., Ishii J. e Metrick A. (2010), “Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States”, *Review of Financial Studies* 23, pp. 1051–88.

Goshen Z. e Hamdani A. (2015), “Corporate control and idiosyncratic vision”, *Yale Law J.* 125, pp. 560–795.

Grossman S. e Hart O. (1980), "Takeovers bids, the free rider problems and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics* 11, pp. 42-69.

Grossman S. e Hart O. (1987), "One share-one vote and the market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.

Harris M. e Raviv A. (1988), "Corporate governance: Voting rights and majority rules", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.

Hart O. (1983), "The Market Mechanism as an Incentive Scheme", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 14, No. 2, pp. 366-382.

Hauser S. e Lauterbach B. (2004), "The value of voting rights to majority shareholders: Evidence from dual class stock unifications", *Review of Financial Studies* 17, pp. 1167-1184.

Hermalin B. e Weisbach M. (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature.", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(1), p. 7.

Holmstrom B. (1982), "Moral Hazard in Teams, *The Bell Journal of Economics*", Vol. 13, No. 2, pp. 324-340.

Howell J. W. (2010), "The Dual Class Stock Structure in the United States: A New Dataset and An Examination of Firms who Leave the Structure", A Dissertation Submitted to the Graduate Faculty of The University of Georgia in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree.

Hyunseob K. e Michaely R. (2019), "Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class voting", *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Finance Working Paper* 590.

Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP e European Corporate Governance Institute (ECGI) (2016), "Report on the Proportionality Principle in the European Union".

Intermonte Partners e Politecnico di Milano (2022), "Sliding doors: il flusso di listing e delisting sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)", *Quaderno di ricerca Intermonte*, sesta edizione.

Jarrell G. A. e Poulsen A. B. (1988), “Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms”, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 129-152.

Jensen M. (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover,” *American Economic Review*, 76, pp. 323-29.

Jensen M. e Meckling W. (1976), “Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

John K. e Senbet L. (1998), “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*.

Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A. (2000), “Tunneling”, *American Economic Review*, 90, pp. 22-27.

Johnson W. B., Magee R. P., Nagarajan N. J. e Newman H. A. (1985), “An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths: Implications for the managerial labor market”, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, issue 1-3, pp. 151-174.

Kamar E. (2006), “Beyond Competition for Incorporations”, *Georgetown Law Journal*. 94(6), pp. 1725– 1770.

Kaplan S. (1994), “Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States”, *Journal of Political Economy*, 102, pp. 510-546.

Kuttner R. (1986), “The Truth about Corporate Raiders”, *New Republic* 194, pp. 14-19.

Lakkonen T. e Åkesson E. (2007), “Dual-Class Share Structure And Ipo Long-Run Performance. An Empirical Study of the Swedish IPO market”, *Stockholm school of economics*.

La Porta R., Lopez de Silanes F., Shleifer A. e Vishny, R. (1997), “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance* 52, pp. 1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny R. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106(6), pp. 1113–1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer, A. (1999), “Corporate Ownership around the World”, *The Journal of Finance*, 54(2), pp. 471–517.

Lauterbach B. e Pajuste A. (2014), “Voluntary Dual Class Share Unifications - a Mixed Bag of Governance Improvements and Shareholder Expropriation”, *Social Science Research Network*.

Lauterbach B. e Yafeh Y. (2010), “Long term changes in voting power and controlling structure following the unification of dual class shares”, *Journal of Corporate Finance* 17(2), pp. 215-228.

Lazear E. P. e Rosen S. (1981), “Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts”, *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No.5, pp. 841-864.

Lehn K., Netter J. e Poulsen A. (1990), “Consolidating corporate control: dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts”, *Journal of Financial Economics* 27, pp. 557- 580.

Ljungqvist A. (2007), “Handbook of Empirical Corporate Finance”, *Handbooks in Finance*, Volume 1, Chapter 7 - IPO Underpricing, pp. 375-422.

Lin C. e Chuang C. (2011), “Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy”, *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), pp. 585–600.

Linciano N. (2002), “Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione”, *Quaderno di Finanza della Consob*.

Loughran T., Ritter J.R. e Rydqvist K. (1994), “Initial public offerings: International insights”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 2, Issues 2–3, pp. 165-199.

Loughran T. e Ritter J. R. (1995), “The new issues puzzle”, *Journal of Finance* 50, pp. 23-51.

Loughran T. e Ritter J. R. (2002), “Why Don’t Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?”, *Review of Financial Studies* 15, pp. 413–444.

Marris R. (1964), “The Economic Theory in Managerial Capitalism”, *Free Press of Glencoe*.

Martin K. e McConnell J. (1991), “Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover”, *Journal of Finance*, vol. 46, issue 2, pp. 671-87.

Maury B. e Pajuste A. (2011), “Private benefits of control and dual-class share unifications”, *Managerial and Decision Economics* 32, pp. 355-369.

Menjucq M. (2005), “The Company Law Reform in France.” *Rechts Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht*, 69(4), pp. 698– 711.

Mikkelson W. H. e Partch M. (1994), “The consequences of unbundling managers’ voting rights and equity claims”, *Journal of Corporate Finance* 1, pp. 175-199.

Modigliani F. e Perotti E. (1991), “The Rules of the Game and the Development of Security Markets,” working paper, Boston University.

Murphy K. J. (1999), “Executive Compensation”, Marshall School of Business University of Southern California.

Myers S. C. e Majluf N. S. (1984), “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Volume 13, Issue 2, pp. 187-221.

Nicodano G. e Sembenelli A. (2004), "Private benefits, block transaction premiums and ownership structure," *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 13(2), pp. 227-244.

OECD (2023), “Recommendation of the Council on Principles of Corporate Governance”, OECD/LEGAL/0413.

Pagano M., Panetta F. e Zingales L. (1995), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, NBER Working Paper No. w5367, Social Science Research Network.

Pagano M., Panetta F. e Zingales L. (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, 53, pp. 27-64.

Page L. e Brin S. (2004) “Letter from the Founders”, *Wall Street Journal*.

Pajuste A. (2005), “Determinants and consequences of the unification of dual-class shares”, *European Central Bank Working Paper* No. 465.

Partch M. M. (1987), “The creation of a class of limited voting common stock and shareholders’ wealth”, *Journal of Financial Economics* 18, pp. 313-339.

Preda (1999), Slide Lectio Magistralis, Politecnico di Milano.

Ritter J. R. (1991), “The long-run performance of initial public offerings”, *Journal of Finance* 46, pp. 3–27.

Ritter J. R. (2023), “Initial Public Offerings: Technology Stock IPOs”, University of Florida, sito: <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/>

Ritter J. R. e Welch I. (2022), “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, Yale ICF Working Paper No. 02-01, Social Science Research Network.

Roll R. (1986), “The hubris hypothesis of corporate takeovers”, *Journal of Business* 59, pp. 197-216.

Rondi L., Slide corso “Economia e finanza d’impresa”.

Rozeff M.S. (1982), “Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios”, *Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, pp. 249-259.

Servizio Studi della Camera dei Deputati e Senato della Repubblica (2004), “Norme di legge e regole di autodisciplina in materia di controllo sulla gestione delle società per azioni”.

Shleifer A. e Vishny R. (1986), “Large Shareholders and Corporate Control,” *Journal of Political Economy*, pp. 461–488.

Shleifer A. e Vishny R. (1997), “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 52, pp. 737- 783.

Smart S., Thirumalai R. e Zutter C. (2007), “What’s in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Value”, *Journal of Accounting and Economics*, 45, pp. 94-115.

Smart S. e Zutter C. (2003), “Control as a motivation for under-pricing: a comparison of dual and single-class IPOs”, *Journal of Financial Economics* 69, pp. 85-110.

Smith A. (1776), "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of the Nations", Metalibri (edizione: 2007).

Stein J. C. (1988), Takeover threats and managerial myopia, *The Journal of Political Economy* 96, pp. 61–80.

Teti E. e Montefusco I. (2021), "Corporate governance and IPO underpricing: evidence from the Italian market", *Journal of Management and Governance* 26, pp. 851–889.

Williamson O. E. (1985), "The Economic Institutions of Capitalism", New York, NY, The Free Press.

Williamson R. e Stulz R. M. (2001), "Culture, Openness, and Finance", NBER Working Paper No. w8222.

Zingales L. (1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", *The Review of Financial Studies*, 7, pp. 125-148.

Zingales L. (1995), "Insider ownership and the decision to go public", *Review of Economic Studies*, 62, pp. 425-448.

Zingales L. (1997), "Corporate Governance", *The new Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, forthcoming, University of Chicago.

Zutter C. (2001), "The Long-run Consequences of Dual-Class IPOs: A Comparison of Dual- and Single-Class Longrun Performance", Working Paper.

Sitografia

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/corporate-governance.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Corporate%20Governance&text=Insieme%20di%20strumenti%2C%20regole%20e,sono%20interessati%20alla%20vita%20societaria.>

https://www.repubblica.it/economia/finanza/2017/02/05/news/snapchat_vuole_collocare_azioni_senza_nessun_diritto_di_voto-157645234/

<https://en-rules.hkex.com.hk/rulebook/811-0>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-specifico.html?lang=it>

<https://www.investopedia.com/terms/b/booktomarketratio.asp>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/beta.html#:~:text=Glossario%20finanziario%20%2D%20Beta&text=Coefficiente%20che%20definisce%20la%20misura,conseguenza%20di%20variazioni%20di%20mercato>

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1490281/000104746911008854/a2205238zs-1a.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/azione-di-risparmio.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/differenziale-denaro-lettera.html>

<https://www.consultingitaliagroup.com/blog/articolo/costo-del-capitale/>

<https://www.investopedia.com/terms/b/bid-askspread.asp#:~:text=A%20bid%20ask%20spread%20is,seller%20is%20willing%20to%20accept>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/insidertrading.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/ipo-offerta-pubblica-iniziale.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/underpricing.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/patto-di-sindacato.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/patto-di-sindacato.html>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/partecipazioniincrociate.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/mercati.htm>

<https://www.istat.it/it/archivio/274957>

<https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-sanitaria-economica>

https://finanza.repubblica.it/News/2023/08/09/record_di_ipo_su_euronext_growth_milan_integrae_sim_matricole_sovraperformano_il_listino-33/

Ringraziamenti

Vorrei ringraziare la professoressa Laura Rondi che mi ha fatto appassionare alla sua materia e mi ha accompagnato nella stesura di questo elaborato. Grazie per avermi fornito spunti interessanti e per avermi indirizzato nei momenti di indecisione.

Ringrazio calorosamente anche mio papà, mia mamma, mia sorella e tutto il resto della mia famiglia, la mia bella Guenda, Gullino e tutti i boys del quartiere, il mio compagno di gaming Raulito e i miei compagni ed amici di questo lungo, tosto e soddisfacente percorso universitario. Ognuno di voi mi ha reso felice e ha saputo abbellire momenti della mia vita: non sono mancati supporto e consigli per il mio bene, momenti spensierati, divertenti e romantici. Grazie davvero!