



POLITECNICO DI TORINO
Corso di Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale
TESI DI LAUREA IN ECONOMIA E FINANZA
D'IMPRESA

*Le Maggiorazioni del Voto Post-Riforma 2014:
Corporate Governance, Controllo Familiare e Valore
per gli Azionisti nel Contesto Italiano.*

RELATRICE:

Ch.ma Prof.ssa
Laura RONDI

CORRELATRICE:

Ch.ma Prof.ssa
Rossella RIVARO

STUDENTE:
Filippo MIROCLETO
Matricola n° 329458

ANNO ACCADEMICO 2024-2025

Indice

| | |
|--|-----------|
| Introduzione | 4 |
| 1 Corporate governance: proprietà e controllo | 5 |
| 1.1 Benefici privati di controllo | 5 |
| 1.2 Meccanismi di <i>corporate governance</i> | 8 |
| 1.3 Rafforzamento del controllo | 11 |
| 1.3.1 Strutture piramidali | 12 |
| 1.3.2 Patti parasociali | 12 |
| 1.3.3 Partecipazioni incrociate | 13 |
| 1.3.4 Azioni a voto multiplo e <i>loyalty shares</i> | 13 |
| 2 La struttura dei diritti di voto nelle società quotate | 15 |
| 2.1 One share - one vote: il modello di Grossman-Hart | 15 |
| 2.1.1 Un solo <i>buyer</i> e nessuna competizione | 16 |
| 2.1.2 Competizione con un <i>arbitrageur</i> | 16 |
| 2.1.3 Resistenza dei manager <i>incumbent</i> | 19 |
| 2.1.4 Contesa dei benefici privati di controllo | 23 |
| 2.1.5 Conclusioni | 25 |
| 2.2 La sopravvivenza come test | 26 |
| 2.3 Vantaggi e svantaggi della deviazione | 28 |
| 2.4 Sunset provision e l'introduzione della variabile tempo | 29 |
| 2.5 Perché quotarsi? | 31 |
| 3 La borsa italiana, i meccanismi di controllo e le dual-class shares | 34 |
| 3.1 Il ruolo della CONSOB | 36 |
| 3.2 Il Mercato | 37 |
| 3.2.1 Euronext Growth Milan | 39 |
| 3.3 Controllo | 40 |
| 3.4 Investitori istituzionali | 43 |
| 3.5 Meccanismi di rafforzamento del controllo | 46 |
| 3.5.1 Azioni senza diritto di voto | 47 |
| 3.5.2 Patti parasociali | 49 |
| 3.5.3 Gruppi piramidali e misti | 50 |
| 3.5.4 Altre riforme rilevanti | 51 |
| 3.6 Azioni a voto Multipo e Loyalty shares | 52 |
| 3.6.1 Normativa primaria | 53 |
| 3.6.2 Normativa secondaria | 55 |
| 3.6.3 Diffusione nel mercato | 56 |
| 3.7 Azioni a voto Multiplo e Loyalty shares negli ordinamenti internazionali | 61 |
| 3.8 Competizione tra ordinamenti: l'aggressività del diritto olandese | 62 |

| | |
|---|-----------|
| 4 Evidenze sulle maggiorazioni del diritto di voto | 64 |
| 4.1 Le loyalty shares nel mercato italiano | 64 |
| 4.1.1 Caratteristiche delle imprese che adottano loyalty shares | 64 |
| 4.1.2 Loyalty share in assemblea: azionisti di controllo e investitori istituzionali | 66 |
| 4.1.3 L'analisi del <i>"Wealth Effect"</i> e l'impatto sulla liquidità . | 66 |
| 4.2 Le loyalty shares in Francia: Loi Florange | 67 |
| 4.2.1 Prima della Loi Florange | 67 |
| 4.2.2 Dopo la Loi Florange | 68 |
| 4.3 Dual class share in Svezia e la protezioni degli azionisti di minoranza | 69 |
| 4.4 L'aumento delle dual class IPO negli Stati Uniti | 72 |
| 4.4.1 L'influenza positiva delle dual class share su crescita e innovazione | 74 |
| 4.4.2 Confronto con gli altri meccanismi di protezione del management | 75 |
| 4.4.3 La riduzione dei benefici nel tempo e l'clausole sunset . | 77 |
| Conclusioni | 79 |
| A1 Tabelle | 81 |
| Acronimi | 84 |
| Bibliografia | 84 |
| Ringraziamenti | 90 |

Introduzione

L'introduzione nell'ordinamento italiano delle azioni a voto multiplo e delle "loyalty shares" con la legge n.116 dell'11 Agosto 2024, poi aggiornata dalla legge n.21 del 5 Marzo 2024, ha riaccesso un dibattito fondamentale per la *corporate governance* nazionale. Gli studiosi si domandano se questi strumenti rappresentino una soluzione efficiente, capace di proteggere le imprese dalle pressioni speculative di breve termine e incentivare strategie orientate al lungo periodo, oppure, al contrario, costituiscano un mero strumento di entrenchment per i soci di controllo, facilitando l'estrazione di vantaggi a danno delle minoranze. Ulteriori dubbi sulla bontà del provvedimento sorgono se si considerano le peculiarità del mercato italiano, storicamente caratterizzato da un'elevata concentrazione proprietaria e da una forte incidenza del controllo familiare. In questo contesto, la riforma del 2014 si innesta in un terreno già fertile per la divergenza tra diritti di voto e diritti residui sui flussi di cassa, data la diffusione storica di altri meccanismi di rafforzamento del controllo (CEMs), come le strutture piramidali o i patti parasociali.

Questi meccanismi mettono in luce il conflitto tra azionisti di controllo e azionisti di minoranza. È qui che emerge il concetto cruciale dei "benefici privati del controllo" (PBC): quei vantaggi, sia monetari che non, che chi detiene il controllo può estrarre a proprio esclusivo beneficio, senza condividerli proporzionalmente con gli altri soci.

L'obiettivo di questo elaborato di tesi è proprio quello di osservare se l'introduzione nell'ordinamento italiano delle maggiorazioni del diritto di voto, nella forma di azioni a voto multiplo e *loyalty shares*, abbia contribuito ad amplificare l'espropriazione nei confronti degli azionisti di minoranza.

Partendo da una revisione della letteratura sulla teoria dell'agenzia e sui benefici privati, si esaminerà il modello teorico di riferimento "one share-one vote" (Grossman e Hart 1988). Si procederà poi a inquadrare il contesto specifico del mercato italiano, analizzando la diffusione dei diversi meccanismi di controllo prima e dopo la riforma del 2014. Infine, attraverso l'analisi di evidenze empiriche nazionali e internazionali, si cercherà di valutare l'impatto effettivo di questi strumenti sul valore per gli azionisti.

1 Corporate governance: proprietà e controllo

Il problema della separazione tra proprietà e controllo emerge già nel 1932, quando Berle & Means ne evidenziarono gli effetti nelle grandi *corporation* statunitensi, dove la dispersione proprietaria riduceva la capacità degli azionisti di incidere direttamente sulle scelte aziendali, favorendo un ampliamento del potere dei manager professionisti.

Questa intuizione è stata poi formalizzata da Meckling e Jensen 1976 attraverso la teoria dell'agenzia, secondo cui i rapporti tra azionisti (i "principali") e manager (gli "agenti") generano inevitabilmente conflitti di interesse. I manager possono perseguire obiettivi personali – retribuzioni elevate, prestigio, consumi privati di risorse aziendali – che non coincidono con la massimizzazione del valore per gli azionisti. Questi comportamenti producono costi di agenzia, ossia inefficienze derivanti dall'allineamento imperfetto tra proprietà e gestione.

La *corporate governance* nasce dunque come insieme di meccanismi (legali, istituzionali, contrattuali e di mercato) volti a ridurre tali costi e a garantire che l'impresa crei valore per i suoi finanziatori.

Poco più tardi Shleifer e Vishny 1997 definirono la *corporate governance* come l'insieme dei meccanismi con cui i fornitori di capitale alle imprese si assicurano un ritorno sui loro investimenti. Questa definizione sposta l'attenzione dal rapporto astratto proprietà-gestione al problema concreto della tutela degli investitori, siano essi azionisti o creditori.

Zingales e Rajan 1997, infine, la definisce come l'insieme complesso dei vincoli che modellano la negoziazione ex post delle quasi rendite generate da un'impresa.

1.1 Benefici privati di controllo

Il dibattito sulla separazione tra proprietà e controllo ruota, di fatto, intorno ai **benefici privati del controllo (PBC)**; essi costituiscono un concetto chiave nella letteratura sulla *corporate governance*, poiché descrivono quei vantaggi che il socio di riferimento può estrarre dalla sua posizione senza condividerli con gli altri azionisti in proporzione al capitale detenuto. La teoria ha identificato varie tipologie di benefici, che vanno dal valore "psicologico" del comando fino a veri e propri trasferimenti di risorse.

Harris e Raviv 1988 e Aghion e Bolton 1992 hanno riconosciuto che parte del valore del controllo risiede nella dimensione "psichica", ossia nella soddisfazione di decidere le sorti dell'impresa. Tuttavia, come osserva Zingales 1995, è difficile giustificare premi milionari unicamente con il piacere di comandare e gran parte dei benefici privati ha radici economiche concrete. Un esempio classico è rappresentato dai *perquisites*, ossia i vantaggi non monetari ottenuti dai manager e dai controllanti, già analizzati da Meckling e Jensen 1976, che possono consistere in uffici di lusso, uso privato di risorse aziendali o spese non strettamente funzionali all'attività d'impresa.

Più rilevanti, però, sono le forme meno visibili ma più diffuse di estrazione di valore. Una di queste riguarda le operazioni con prati correlate in potenziale conflitto di interessi; a scopo puramente illustrativo, si consideri il caso in cui un tale "Mario Rossi" sia amministratore delegato della "ABC s.p.a." e che questa debba necessariamente ristrutturare la sede operativa. Viene fissato un budget massimo di cinquecentomila euro e, a questo punto, l'amministratore delegato, invece di consultare più imprese per trovare il prezzo più vantaggioso sul mercato, decide di affidare l'incarico alla "Rossi Ristrutturazioni s.r.l.", una società familiare di cui lo stesso "Mario Rossi" è socio controllante, saturando completamente il budget disponibile.

Un'altra possibilità è l'utilizzo opportunistico delle informazioni privilegiate: un azionista di controllo può sfruttare opportunità di business emerse grazie al suo ruolo in azienda attraverso altre partecipazioni personali, senza che gli altri soci ne traggano beneficio (Zingales 1995).

Va considerato anche che il controllo non genera solo benefici, ma può comportare costi. Dyck e Zingales 2004 hanno evidenziato che detenere un pacchetto di controllo implica spesso una ridotta diversificazione patrimoniale: il socio dominante è esposto in misura maggiore al rischio specifico dell'impresa e può essere penalizzato in caso di cattiva performance o addirittura di dissesto finanziario. Questa situazione in particolare, come evidenziato in un articolo pubblicato sul The economist il 15 marzo 2007 dal titolo "Our company right or wrong", è quella che spinge i gruppi familiari storici (Stellantis, Ford, Ferrari, ecc.) ad utilizzare meccanismi di rafforzamento del controllo, per "liberare" del capitale, da investire altrove, senza intaccare la posizione di controllo all'interno dell'impresa.

Dal punto di vista teorico, l'esistenza dei benefici privati non implica necessariamente inefficienza. In alcuni modelli, come quelli di Grossman e Hart (1980), i PBC possono favorire operazioni di takeover, incentivando gli acquirenti a sostenere i costi di una scalata proprio grazie alla prospettiva di estrarre parte di questi benefici. In altri casi, come osserva Zingales 1995, i PBC hanno più che altro un impatto distributivo: modificano la ripartizione della ricchezza tra insiders e outsiders, senza necessariamente alterare l'efficienza complessiva dell'impresa.

La natura "privata" di questi benefici rende la loro misurazione diretta quasi impossibile: se fossero perfettamente osservabili gli azionisti di minoranza o i tribunali potrebbero rivendicarli, riducendo di fatto la loro appropriazione. Per questo, la letteratura ha sviluppato metodologie indirette che cercano di stimare il valore del controllo attraverso prezzi di mercato e transazioni osservabili.

Il primo approccio, introdotto da Barclay e Holderness 1989, consiste nell'analizzare le transazioni di pacchetti di controllo: la differenza tra il prezzo pagato dall'acquirente per le azioni che conferiscono il controllo e il prezzo di mercato delle stesse azioni dopo l'annuncio rappresenta il cosiddetto *control premium*. Questo metodo ha il pregio di essere relativamente "model free"; misura un differenziale osservabile senza richiedere ipotesi eccessive sul funzionamento del mercato. Tuttavia, soffre di due limiti principali: le

vendite di pacchetti di controllo sono eventi relativamente rari e non casuali; inoltre, eventuali ritardi nell'incorporazione delle informazioni o fenomeni di *overpayment* possono distorcere la stima (Nicodano e Sembenelli 2004).

Il secondo approccio si basa sul confronto tra il prezzo di azioni con diritto di voto e azioni senza voto. Se il controllo è prezioso, allora il diritto di voto dovrebbe riflettersi in un premio di prezzo. Gli studi di Zingales 1994, 1995 e Nenova 2003 hanno mostrato che il differenziale di prezzo tra titoli identici nei diritti patrimoniali ma differenti nella facoltà di voto fornisce una misura indiretta del valore attribuito al comando. Questo metodo consente di includere un campione ampio di imprese e di stimare valori comparabili tra paesi. Tuttavia, presenta anch'esso limiti: non tutti gli ordinamenti ammettono dual-class shares e la proporzione di società con azioni differenziate varia molto tra giurisdizioni, creando bias di selezione.

Entrambi i metodi, inoltre, catturano prevalentemente la componente "comune" del valore di controllo, ossia quella condivisibile da più acquirenti. Al contrario, i benefici non monetari e soggettivi, come il valore reputazionale o il legame affettivo con l'impresa familiare, tendono a non riflettersi nei prezzi di mercato. Per questo motivo, come osserva Zingales 1995, le stime disponibili rischiano di sottovalutare sistematicamente i benefici del controllo, soprattutto in contesti dove la componente non pecuniaria è rilevante.

In uno studio sul mercato italiano Zingales 1994 aveva già dimostrato che i premi di controllo potevano superare il 60% del valore di mercato delle azioni, indicando quanto fosse rilevante il potere del socio di riferimento.

Successivamente, Dyck e Zingales 2004 hanno fornito una comparazione internazionale, mostrando che in paesi come l'Italia i benefici privati sono molto elevati, mentre in sistemi più trasparenti e tutelati come gli Stati Uniti risultano contenuti.

Tuttavia, studi più aggiornati come quello di Salvi et al. 2019, osservando un periodo di 30 anni (1987-2017), hanno individuato una significativa riduzione del *voting premium*, a seguito dell'introduzione nel 2012, e alla successiva modifica del 2014, di una normativa che innalzava la ritenuta fiscale sulle azioni dal 12.5% al 26%.

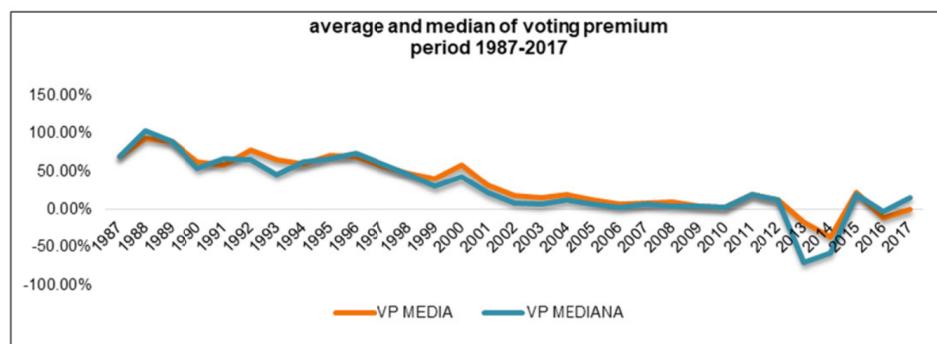


Figura 1: Media e Mediana del *Voting premium* in Italia (1987-2017)
Fonte: Salvi et al. 2019

1.2 Meccanismi di *corporate governance*

Il fine della *corporate governance* è quello di favorire l'allineamento tra gli interessi degli azionisti di controllo e quelli di minoranza, così da limitare l'estrazione di benefici privati e garantire un utilizzo efficiente delle risorse. In questo modo si massimizza il valore complessivo dell'impresa a beneficio di tutti i fornitori di capitale. Gli strumenti e i meccanismi capaci di influenzare i comportamenti delle parti si distinguono in :

- **esterni**, legati al contesto istituzionale e al mercato;
- **interni**, riconducibili all'assetto organizzativo e finanziaria della singola impresa.

I meccanismi **Esterne** sono:

- *Scalata e guerra di deleghe*: la prima "forza esterna" capace di disciplinare i manager è il mercato del controllo societario; quando la gestione attuale distrugge valore, un acquirente può lanciare un'OPA, sostituire il management e catturare i guadagni da ristrutturazione (Manne 1965). Questo meccanismo, tuttavia, non manca di ostacoli; Grossman e Hart 1980 hanno constatato come il *free-rider problem* freni gli incentivi dell'offerente in quanto gli azionisti diffusi attendono l'offerta e trattengono parte dei benefici futuri nel prezzo. A limitare ulteriormente l'efficacia vi è un set di strategie difensive attuabili dagli amministratori, quali *"poison pills"*, *"terra bruciata"* e *"greenmail"*.

Le guerre di deleghe (*proxy fights*) rappresentano il gemello "a bassa intensità" della scalata: invece di comprare il controllo, si raccoglie consenso tra gli azionisti per cambiare il board. La ricerca su attivismo e voto mostra che le campagne ben progettate migliorano la performance operativa e la governance, soprattutto quando il target presenta inefficienze preesistenti (Brav et al. 2008; L. Bebchuk, Brav et al. 2015). Tuttavia, il successo dipende dall'assetto proprietario e dalle regole di voto: dove la proprietà è concentrata o vi sono diritti di voto rafforzati, l'arma della delega perde potenza. P. Gompers et al. 2003 e L. Bebchuk, Cohen et al. 2009 mostrano inoltre che indici di *"entrenchment"* elevati (difese anti-takeover, board scaglionati) si associano a performance inferiori nel lungo periodo, suggerendo che l'eccesso di protezioni può soffocare la disciplina esterna.

- *Pressione competitiva sul mercato dei beni*: più intensa è la competizione di prodotto, più stringenti risultano i vincoli sulle scelte manageriali (Hart 1983), dato che la concorrenza stessa limita gli spazi di rendita. Nickell 1996, guardando al mercato anglosassone, trova che imprese esposte a maggiore concorrenza registrano produttività più elevata; Giroud e Mueller 2010Giroud e Mueller 2011 mostrano che la competizione "sostuisce" la *governance* interna dove i mercati sono duramente contendibili; la bassa qualità dei meccanismi interni fa meno

danno perché il mercato dei beni disciplina comunque i manager. In settori regolati o protetti, vale spesso l'opposto.

- *Pressione competitiva sul mercato dei manager*: il mercato del lavoro manageriale disciplina gli amministratori attraverso reputazione, carriera e compensi. Fama 1980 descrive la reputazione come un capitale che vincola i manager a comportamenti compatibili con l'interesse degli azionisti: scelte che distruggono valore riducono prospettive occupazionali e retribuzione futura. Sul fronte degli incentivi, Jensen e Murphy 1990 mostrano che il *pay-for-performance* è spesso troppo debole, ma quando ben disegnato (azioni, performance-vesting, clawback) allinea preferenze manageriali e valore per gli azionisti. Recentemente, Jenter e Kanaan 2015 documentano che la probabilità di *turnover* del CEO aumenta con la cattiva performance, soprattutto quando il *board* è indipendente e gli investitori istituzionali sono attivi. Al tempo stesso, l'"incentivo reputazionale" può fallire in contesti con reti personali dense, proprietà concentrata o mercati del lavoro poco mobili che rendono meno credibile la minaccia di sostituzione. Inoltre, disegni retributivi mal calibrati possono creare azzardo morale e indurre a manipolare indicatori contabili.
- *Contesto legislativo ed istituzionale*: rappresenta la cornice all'interno della quale operano tutti gli altri meccanismi di *corporate governance*. Le norme fissate dal legislatore e la loro applicazione concreta da parte delle autorità di vigilanza determinano, infatti, il grado di protezione degli investitori, la contendibilità del controllo e la trasparenza dei mercati. La qualità delle istituzioni, l'efficacia del sistema giudiziario e la capacità delle autorità di *enforcement* incidono in maniera diretta sulla possibilità di ridurre l'estrazione di benefici privati da parte dei soci di controllo e di assicurare una gestione efficiente delle imprese (Porta et al. 1998, Shleifer e Vishny 1997). Un quadro normativo solido, che garantisce chiarezza sui diritti degli azionisti, procedure efficaci per contrastare gli abusi e obblighi stringenti di *disclosure*, rende meno conveniente il consolidamento di assetti proprietari opachi e favorisce la circolazione del controllo societario. Viceversa, in contesti caratterizzati da tutele deboli o tempi giudiziari lunghi, gli azionisti di riferimento tendono a utilizzare strumenti come patti parasociali, azioni a voto plurimo o partecipazioni incrociate per rafforzare la propria posizione, riducendo la contendibilità (Bebchuk, Kraakman et al. 2000; Dyck e Zingales 2004).

Mentre quelli **interni** sono:

- *Consiglio di amministrazione*: è l'organo deputato a monitorare e indirizzare le scelte dei manager, garantendo che le decisioni siano prese nell'interesse degli azionisti e non a beneficio esclusivo del management o del socio di controllo. Secondo la definizione di Fama e Jensen 1983, il board rappresenta un "nexus of contracts" in cui si concentra la funzione di decisione e controllo. La letteratura distingue tra board indipendenti

e board catturati. Consigli con una quota significativa di amministratori indipendenti tendono a esercitare un controllo più efficace, soprattutto nei sistemi caratterizzati da proprietà diffusa (R. B. Adams et al. 2010). Nei contesti europei, dove la proprietà è spesso concentrata, se il board è dominato dal socio di riferimento, la sua funzione di tutela degli azionisti di minoranza resta debole.

- *Schemi di retribuzione dei manager:* è uno dei principali strumenti per allineare gli interessi tra azionisti e amministratori. Il modello classico, sviluppato da Jensen e Murphy 1990, sostiene che i compensi dovrebbero variare in funzione della performance dell'impresa, così da incentivare i manager a perseguire la massimizzazione del valore. Per questo si sono diffusi schemi come *stock options*, *restricted stocks* e *performance shares*.

Questi strumenti non sono però esenti da limiti. Compensi eccessivamente legati al prezzo azionario possono spingere a comportamenti opportunistici di breve periodo, come l' *earnings management* o la assunzione di rischi eccessivi (L. Bebchuk e Fried 2004). In alcuni casi, le opzioni sono state utilizzate non come incentivo, ma come forma di rendita: fu emblematico lo scandalo delle " *backdated options*" negli anni Duemila.

- *Block-holders:* sono gli azionisti con partecipazioni rilevanti. La presenza di un azionista con una quota rilevante riduce i problemi di *free-riding* tipici della proprietà diffusa: potendo appropriarsi di una parte consistente dei benefici derivanti dal miglioramento della gestione, il *block-holder* ha incentivi a monitorare e disciplinare i manager (Shleifer e Vishny 1997).

Tuttavia, i *block-holders* possono essere fonte di conflitto con gli azionisti di minoranza. Se dispongono di strumenti che amplificano i diritti di voto rispetto alla quota di capitale (piramidi, voto plurimo, patti parasociali), possono facilmente estrarre benefici privati e valore a loro favore (Claessens et al. 2002).

- *Struttura dei diritti di voto:* definisce il peso effettivo degli azionisti nelle decisioni societarie. Idealmente, il principio "one share—one vote" assicura proporzionalità tra rischio economico e potere decisionale (Grossman e Hart 1988). Numerose giurisdizioni ammettono deviazioni: azioni a voto multiplo, voto maggiorato, azioni senza diritto di voto. Il fine è facilitare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese, consentendo ai fondatori o alle famiglie di mantenere il controllo anche quando il capitale è di proprietà di nuovi investitori. Allo stesso tempo, però, accrescono il divario tra diritti economici e diritti politici (wedge), riducendo la contendibilità del controllo e aumentando i costi di agenzia (Bebchuk e Kastiel 2017).
- *Disciplina del debito:* spesso descritto come una forma di *governance* "contrattuale", l'indebitamento è capace di agire come disciplinante in

quando riduce i flussi di cassa liberi a disposizione del management, che dovendo essere sufficienti a coprire gli interessi e il rimborso di capitale, limiteranno la possibilità di sprechi e investimenti inefficienti (Jensen 1986). Tuttavia, l'eccessivo ricorso alla leva finanziaria può generare conflitti di agenzia tra azionisti e creditori; i manager infatti, spinti dagli azionisti, possono intraprendere strategie ad alto rischio che trasferiscono parte del rischio sui creditori (Myers 1977).

1.3 Rafforzamento del controllo

Il tema del rafforzamento del controllo è un tema centrale nel dibattito sulla *corporate governance*, in particolare nei sistemi caratterizzati da proprietà concentrata e forte presenza di azionisti di riferimento.

Ma perché i legislatori in giro per il mondo, consci della possibilità che l'azionista di riferimento ha di estrarre benefici privati di controllo a danno degli azionisti di minoranza, sono sempre più avvezzi a consentire queste pratiche potenzialmente espropriative?

La ragione, tutt'altro che scontata, parte dalla consapevolezza che gli imprenditori fondatori e le famiglie azioniste sono spesso restii a perdere il comando perché lo considerano un elemento essenziale per proteggere la "missione" dell'impresa. Inoltre, nelle imprese familiari la possibilità di trasmettere il comando alle generazioni successive è percepita come parte integrante della strategia di lungo periodo. Anderson e Reeb 2003 hanno mostrato che le *family firms* quotate possono ottenere performance superiori rispetto alle non familiari quando riescono a bilanciare stabilità e professionalizzazione del management. Tuttavia, ciò che viene presentato come "visione di lungo termine" può talvolta celare una forma di *entrenchment*, ossia la volontà di perpetuare il potere familiare anche in presenza di performance deludenti. In aggiunta, gli investitori istituzionali internazionali guardano con sospetto a questi meccanismi, ritenendoli spesso un ostacolo alla trasparenza e alla piena contendibilità dei mercati.

Su questa idea il legislatore italiano si è mosso nel 2014 introducendo, con il decreto legge n. 116/2014, la possibilità per le imprese di nuova quotazione nel mercato italiano di utilizzare maggiorazioni del diritto di voto ad azioni ordinarie e, in aggiunta, consentendo alle società private che avessero emesso azioni a voto multiplo di mantenere i diritti di voto anche a seguito della quotazione. Chiaramente, l'auspicio era che il rilassamento nei vincoli annessi alla quotazione potesse dare nuova linfa al mercato azionario domestico.

Un'altra funzione che questi meccanismi sono capaci di esercitare è la protezione dell'innovazione in settori ad alta intensità di ricerca, dove i progetti di investimento richiedono capitali elevati, un arco temporale lungo e ovviamente ritorni incerti. In questa chiave *Alphabet*, *Snap* e *Meta*, tra le altre, hanno adottato strutture a doppia classe per permettere ai fondatori di mantenere il potere decisionale anche dopo la quotazione e avere quindi uno "scudo" contro investitori impazienti o tentativi di scalata che potrebbero snaturare il progetto industriale. Bebchuk e Kastiel 2017 confermano che

alcuni imprenditori visionari possano perseguire strategie altamente innovative solo se protetti dalla volatilità dei mercati finanziari.

Di fatto, un capitale troppo diffuso e una *governance* eccessivamente contendibile espongono al rischio di miopia manageriale, con scelte orientate ai risultati trimestrali più che alla sostenibilità di lungo termine. In un modello teorico Stein 1989 ha mostrato come la pressione dei mercati possa portare i manager a tagliare investimenti strategici per mostrare performance immediate, anche quando tali scelte riducono il valore di lungo periodo.

Concludendo, è chiaro che qualsiasi meccanismo di *corporate governance*, per quanto mosso da ideali ragionevoli, può essere distorto. È compito del legislatore e delle autorità di controllo capire quando questo avviene e agire per limitare prontamente gli abusi. Di seguito sono brevemente illustrati alcune delle pratiche più rilevanti utilizzate per rafforzare il controllo sulle imprese.

1.3.1 Strutture piramidali

Le piramidi societarie si basano su catene di partecipazioni in cui una società controlla un'altra, che a sua volta ne controlla una terza, e così via. Questo meccanismo permette al vertice della piramide di esercitare un potere di controllo sproporzionato rispetto al capitale effettivamente investito (Bianchi e Bianco 2006). In termini di *corporate governance*, ciò significa che un azionista può disporre di un'influenza decisiva anche con una quota limitata, mentre gli azionisti di minoranza delle società a valle risultano particolarmente esposti al rischio di espropriazione. Bebchuk, Kraakman et al. 2000 sottolineano che le piramidi amplificano il cosiddetto *wedge* tra diritti di voto e diritti economici, accrescendo i costi di agenzia e rendendo più opaca la struttura del controllo.

Studi più recenti hanno dimostrato che, nonostante le riforme introdotte in Italia negli ultimi vent'anni, le piramidi rimangono una componente significativa del tessuto societario. Secondo un'analisi aggiornata (Corporate Governance and Directors' Duties in Italy, 2023), circa l'11,5% delle società quotate italiane faceva parte di un gruppo piramidale o di un gruppo misto verticale nel 2020, mentre i familiari rappresentavano ancora l'azionista di riferimento in circa il 64% dei casi. Ancora più significativo è il dato riportato da uno studio del 2025 (Corporate Control: Persistence and the Shifting Role of Control on the Italian Stock Market), che documenta come gli "ultimate owners" detengano in media oltre il 50% dei diritti di voto, segnalando una forte persistenza del controllo anche dopo decenni di riforme volte a favorire la contendibilità.

1.3.2 Patti parasociali

Un'altra possibilità sono i patti parasociali; si tratta di accordi privati tra azionisti che disciplinano l'esercizio del diritto di voto, la cessione delle partecipazioni o altre modalità di coordinamento. Essi consentono di consolidare blocchi di comando senza alterare formalmente la struttura del capitale. In Italia hanno rappresentato un tratto caratteristico del "capitalismo relazionale" (Enriques e Volpin 2007), fungendo da collante in gruppi bancari e

industriali. La riforma Draghi del 1998 ha imposto obblighi di trasparenza più stringenti e ha limitato la durata dei patti, riducendone l'opacità. Continuano, tuttavia, ad essere utilizzati come strumento di coordinamento, soprattutto nelle imprese familiari e nei settori regolamentati.

1.3.3 Partecipazioni incrociate

Le partecipazioni incrociate rappresentano un ulteriore tassello nel mosaico dei meccanismi di rafforzamento del controllo. Questa pratica, che consiste nella detenzione reciproca di quote tra società appartenenti a uno stesso network, è stata molto diffusa in Italia e in altri paesi fino agli anni Duemila (Roe 2003).

Un caso emblematico è quello tedesco di Porsche–Volkswagen tra il 2005 e il 2008, che vide la prima aumentare progressivamente la sua partecipazione in Volkswagen, arrivando a controllare oltre il 50% dei diritti di voto pur detenendo una quota ridotta di capitale. Parallelamente, Volkswagen acquisì una quota rilevante di Porsche, dando vita a un intreccio di partecipazioni incrociate che permise alla famiglia Porsche–Piëch di consolidare il controllo con un impegno contenuto. L'operazione rafforzò la stabilità del controllo ma generò rischi finanziari elevati, aggravati dal ricorso a derivati sul titolo Volkswagen. La crisi del 2008 rese insostenibile la posizione di Porsche e nel 2012 fu Volkswagen, inizialmente la società target, ad acquisire Porsche.

1.3.4 Azioni a voto multiplo e *loyalty shares*

Le azioni a voto multiplo e maggiorato, diversamente dalle altre tecniche viste, rafforzano il potere decisionale agendo direttamente sulla struttura dei diritti di voto.

Le azioni a voto multiplo sono titoli che attribuiscono più voti per ciascuna azione. Il voto maggiorato o *loyalty share* si distingue dal primo, perché premia la fedeltà temporale dell'azionista assegnando a chi detiene le azioni per un certo periodo (in Italia almeno 24 mesi) un diritto di voto aggiuntivo. Introdotto con la legge n. 116/2014 e ulteriormente rafforzato dalla legge 5 marzo 2024, n.21 (c.d. legge Capitali), questo strumento si è diffuso rapidamente nelle società italiane quotate, tanto che il Rapporto CONSOB 2024 registra 72 emittenti che hanno adottato tale meccanismo, per circa il 15% della capitalizzazione complessiva. La logica è quella di premiare gli investitori stabili, scoraggiando comportamenti speculativi di breve termine e sostenendo strategie aziendali orientate al lungo periodo (Bolton e Samama 2013).

Il tema è ovviamente controverso e le opinioni contrastanti non si sono fatte attendere: Zingales con una lettera al direttore pubblicata in data 1 Agosto 2014 sul Sole24ore ha espresso un parere negativo nei confronti della legge n.116/2014, ritenendo il voto maggiorato come uno strumento opaco che riduce la contendibilità del controllo e rischia di consolidare assetti inefficienti, scoraggiando l'ingresso di capitali esteri. Mucchetti invece, in un articolo sempre pubblicato sul Sole24ore in data 3 Agosto 2014, sostiene che: il voto maggiorato possa rappresentare una tecnica utile per contrastare

la pressione di investitori "mordi e fuggi" e rafforzare la competitività delle imprese italiane. Nel capitolo successivo verrà estesa la trattazione su questo strumento, partendo dal modello teorico impostato da Grossman e Hart 1988 e osservando pregi e difetti che la letteratura ha individuato.

2 La struttura dei diritti di voto nelle società quotate

In questo capitolo verrà estesa la discussione sulla partecipazioni azionarie a voto multiplo partendo dalla cruciale analisi proposta nel modello teorizzato da Grossman e Hart 1988. Sfruttando poi, l'acuta osservazione proposta formulata da Howell 2017, di valutare l'efficacia delle strutture societarie *dual class* osservandone la sopravvivenza nei mercati, verranno analizzati i vantaggi e gli svantaggi che la letteratura ha individuato nei sistemi economici quando le legislazioni hanno consentito deviazioni dal modello *One Share-One Vote* e la necessità, che recentemente è sorta, di associare alle deviazioni delle clausole -note come "sunset provision"- che al verificarsi di un determinato evento estinguono i diritti di voto aggiuntivi.

Il capitolo si conclude con una domanda piuttosto semplice, "perché quotarsi?". Tuttavia, prima ancora di addentrarsi nell'analisi, è opportuno precisare che questo quesito, di semplice, ha solo la sintassi e la ragioni che spingono le imprese a quotarsi nei mercati azionari sono decisamente più articolate.

2.1 One share - one vote: il modello di Grossman-Hart

Il modello proposto da Grossman e Hart 1988 parte dalla necessità di un imprenditore di creare un'impresa con una struttura dei diritti di voto capace di massimizzare il valore dei titoli emessi. All'interno dello statuto sono descritte tutte le porzioni di voto e di diritto sui dividendi legati a ciascuna azione; inoltre, è specificata la frazione di voti necessaria per poter effettuare un cambio di controllo, che sarà indicata con α e varrà $0,5 < \alpha < 1$. Sarà assunto vero che:

- l'azionariato è diffuso e tutti gli azionisti voteranno a favore del management esistente ("*incumbent*") finché non si verifica un'offerta per il cambio di controllo;
- se in futuro fosse disponibile un team di management più efficiente, non sarà possibile affidarsi al management esistente per supervisionare il cambio di gestione. Di fatto, il management *incumbent* non sarà disposto a rinunciare al suo incarico.

La figura che contenderà il controllo sarà il "*buyer*". Entrambe le figure saranno caratterizzate da due parametri: y che rappresenta il valore di mercato dell'impresa sotto ciascuna gestione e z che rappresenta invece la quota di benefici privati che ognuno dei due soggetti associa alla gestione. Al momento dell'offerta il mercato non conosce le caratteristiche dell'*Incumbent* (y^I, z^I), tantomeno quelle del *Buyer* (y^B, z^B), quindi l'obiettivo del modello è capire come la struttura dei diritti di voto e la quota α influenzano il prezzo che il *buyer* dovrà pagare per ottenere il controllo e, di conseguenza, come verrà influenzato il valore del patrimonio degli azionisti.

2.1.1 Un solo *buyer* e nessuna competizione

Il primo scenario analizzato dagli autori riguarda un contesto in cui è presente un solo *buyer* e non esiste nessuna controparte capace di ostacolarlo. Gli autori utilizzano un contesto decisamente estremo con l'obiettivo di delineare sin da subito le conseguenze del disallineamento tra i diritti di voto e i diritti sui dividendi. Gli attori avranno le seguenti caratteristiche:

- l'*incumbent* sarà individuato dai parametri $(y^I = 100, z^I = 0)$;
- il *buyer* sarà individuato dai parametri $(y^B = 3, z^B = 1)$;

Sono poste a confronto due possibili strutture proprietarie: nella prima esiste una sola classe di azioni dove i diritti di voto (v) ed i diritti sui flussi di casa (s) valgono entrambi uno, ed $\alpha = 0.5$; nella seconda i titoli sono divisi in due classi, $c1$ ($s_1 = 1, v_1 = 100$) e $c2$ ($s_2 = 99, v_1 = 0$), e per acquisire il controllo è necessaria una quota di titoli $c1$ $\alpha = 1$,

Nel primo caso il *buyer* può offrire al massimo $\frac{1}{2}y^B + z^B = 2,5$ per acquisire il controllo della quota α ; valutando il 100% delle partecipazioni solo 5. Gli azionisti prevedendo che l'offerta potrebbe fallire e consapevoli che con l'*incumbent* il valore è maggiore(100), non offriranno le loro partecipazioni al *buyer*, impedendo di fatto il cambio di controllo.

Nel secondo caso il valore di mercato con la gestione dell'*incumbent* è pari a $s_1y^I = 1$ per la $c1$ e $s_2y^I = 99$ per la $c2$. Per il *buyer*, invece, saranno rilevanti esclusivamente le azioni $c1$, essendo le uniche necessarie per acquisire il controllo, e il loro valore sarà $s_1y^B = 0.03$. Potendo contare su benefici privati $z^B = 1$, il *buyer* potrà offrire al massimo un prezzo $p_{1,max} = 1.03$. Poiché il valore che ogni azionista $c1$ realizza con il management *incumbent* è 1, un'offerta $p_1 = 1.01$ assicurerà al *buyer* di realizzare il cambio di controllo. Gli azionisti $c1$ realizzeranno un profitto di 0.1 e il *buyer* di 0.2. Gli azionisti $c2$, invece, vedranno la valutazione del loro patrimonio passare da 99 a 2.97.

Questo breve esempio, seppur esagerando le proporzioni, chiarisce perfettamente come la separazione tra diritti di voto e i diritti ai dividendi amplifica proporzionalmente gli effetti dei benefici privati di controllo, semplificando notevolmente cambi di controllo inefficienti.

2.1.2 Competizione con un *arbitrageur*

Il modello descritto nel paragrafo precedente viene poi ampliato inserendo una figura che può contrastare la scalata del *buyer*.

Questa figura, definita *arbitrageur*, è un azionista di minoranza, intenzionato ad ostacolare un cambio di controllo inefficiente, a condizione che possa farlo senza subire perdite (e motivato semplicemente dal mantenimento del suo status quo, quindi con benefici privati di controllo $z_A = 0$). Inoltre, viene individuato con **A** l'*arbitrageur* generico e si supponga che in ogni classe di titoli è presente un azionista che agirà come *arbitrageur*.

Chiaramente, è interessante valutare l'effetto dell'*arbitrageur* per gli scenari in cui l'offerta di **B** vincerebbe in assenza di deterrenza. Date *i* classi di azioni, **B** acquisisce il controllo se:

Condizione 1.

$$\sum f_i^B v_i \geq \alpha \quad (1)$$

per tutte le classi in cui vale $p_i > s_i v_i$; se $p_i < s_i v_i$ nessun azionista della classe i si aspetterà la vittoria di \mathbf{B} , quindi non offrirà le sue azioni, consapevole che trattenendole otterrà y^B . L'offerta che \mathbf{B} dovrà formulare, sarà in grado di scoraggiare la deterrenza di \mathbf{A} e soddisfare la condizione 1, se:

Condizione 2. *aumenta (o mantiene) il valore di ogni classe di titoli. Se un detentore della classe i si aspetta che \mathbf{B} vinca, non offrirà le proprie azioni e quindi il valore di mercato è $s_i y^B$. D'altra parte, se $p_i > s_i v_i$, tutti i detentori della classe i , aspettandosi la vittoria di \mathbf{B} , offriranno le proprie azioni, che verranno ripartite pro quota in modo che una frazione f_i^B sia accettata e una frazione $1 - f_i^B$ sia restituita (quest'ultima con valore $s_i y^B$). Dunque, in questo caso, il prezzo post-annuncio è $f_i^B p_i^B + (1 - f_i^B) s_i y^B$;*

Condizione 3. *non esiste una controfferta b^A di \mathbf{A} tale che, nel conseguente confronto tra b^B e b^A , esista un equilibrio in cui \mathbf{A} vince e non perde denaro sui titoli acquistati, ovvero, la deterrenza di \mathbf{A} è troppo costosa.*

Per osservare gli effetti della deterrenza vengono proposti una serie di esempi:

1. $Y_B \geq Y_I$: sarà soddisfatta la condizione 2 e \mathbf{A} non bloccherà nessuna offerta. \mathbf{B} può offrire $s_i y^B$ per il 100% delle partecipazioni (eventualmente $s_i y^B$ più un centesimo) e gli azionisti, aspettandosi che \mathbf{B} vinca offriranno il loro titoli realizzando un profitto y^B , mentre \mathbf{B} realizzerà un profitto pari a z^B .
2. $Y_B = 80 < Y_I = 100$, vale OSOV, $\alpha = 0.5$; \mathbf{B} fa un'offerta non ristretta a 80, senza l'opposizione di \mathbf{A} esiste un equilibrio in cui ci si aspetta che \mathbf{B} vinca, quindi tutti gli azionisti offriranno i loro titoli a \mathbf{B} che quindi vincerà l'offerta. Tuttavia, questa offerta riduce il valore dei titoli da 100 a 80, quindi se \mathbf{A} fa un'offerta non ristretta per i titoli a 100 (offerta a costo zero), non esiste un equilibrio in cui \mathbf{A} non vinca, bloccando con successo il cambio di controllo. Chiaramente, se \mathbf{B} facesse un'offerta non ristretta a 100, \mathbf{A} non avrebbe interesse a contrastarla, e \mathbf{B} vincerebbe, realizzando una perdita di 20.
3. $Y_B = 80 < Y_I = 100$, vale OSOV, $\alpha = 0.5$: questa volta \mathbf{B} fa un'offerta ristretta a poco più di 100, ma solo per il 50% delle azioni. Il valore finale dell'impresa sarebbe $\frac{1}{2}(100) + \frac{1}{2}(80) = 90$, perché tutti gli azionisti offriranno a \mathbf{B} che però acquisterà a 100 solo metà delle azioni, restituendo a 80 le altre. Chiaramente, \mathbf{A} è interessato a contrastare \mathbf{B} , ma il massimo che potrà offrire è 100. A parità di valore gli azionisti offriranno i titoli ad entrambi, tuttavia quello in cui \mathbf{A} ottiene più del 50% non può essere un equilibrio ad aspettative razionali, infatti se un

azionista si aspettasse che **B** ottenga meno del 50%, anticiperebbe che le sue azioni non verrebbero ripartite pro quota da **B**, e lui (come tutti gli altri) tenderà a **B** per ottenere un prezzo superiore a 100, invece di 100 da **A**. **B** acquisirà il controllo, realizzando però una perdita di 10

4. $Y_B = 80 < Y_I = 100$, $\alpha = 0.5$ e struttura societaria *dual class* ($s_1 = 0.5, v_1 = 1; s_2 = 0.5, v_2 = 0$): **B** fa un'offerta ristretta per il 50%, ma solo per le azioni di classe1. La situazione è analoga a quella vista prima, quindi **B** vincerà l'offerta e acquisirà il controllo, riducendo il valore dell'impresa a $\frac{1}{4}(100) + \frac{1}{4}(80) + \frac{1}{2}(80) = 85$, minore del caso analogo con OSOV. Con le azioni a doppia classe quindi, il cambio di controllo in favore di un *buyer* inefficiente sarà meno costoso per il **buyer** (5) e più penalizzante per gli azionisti.

Gli autori quindi dimostrano la proposizione 1.

Proposizione 1. *Se $Y_B < Y_I$, il modo più economico per **B** di ottenere il controllo è formulare un'offerta ristretta a un prezzo appena superiore a $s_i y^I$ per ciascun titolo i . Le frazioni richieste su ciascun titolo, f_i^* , sono scelte per minimizzare la quota totale del flusso di profitti della società, S^* , che **B** deve acquisire, dato che deve accumulare una frazione α dei voti societari. Cioè $(f_1^*, f_2^*, \dots, f_n^*)$ minimizza $\sum f_i s_i$ soggetto a $\sum f_i v_i \geq \alpha$.*

Con “una azione/uno voto”, $s_1 = v_1 = 1$ e quindi $S^* = f_1^* = \alpha$, che vale 0,5 con maggioranza semplice. Con azioni con e senza diritto di voto aventi uguali diritti patrimoniali ($s_1 = s_2 = 0.5, v_1 = 1, v_2 = 0$), $f_1^* = \alpha, f_2^* = 0$ e quindi $S^* = \alpha s_1$, pari a 0,25 con maggioranza semplice. La Proposizione 1 ci dice che, se $y^B < y^I$, il costo per **B** di ottenere il controllo (al netto del valore di mercato del flusso di reddito acquistato) è $S^*(y^I - y^B)$ e quindi **B** prenderà il controllo solo se:

$$S^*(y^I - y^B) < z^B \quad (2)$$

Riassumono poi i risultati ottenuti nella seguente proposizione:

Proposizione 2. *Nel caso di resistenza d'arbitraggio, se:*

- $y^B \geq y^I$, allora **B** ottiene il controllo e i detentori dei titoli ricevono y^B ;
- $y^B < y^I$ e $S^*(y^I - y^B) < z^B$, allora **B** ottiene il controllo e i detentori ricevono $S^*y^I + (1-S^*)y^B$;
- $y^B < y^I$ e $S^*(y^I - y^B) \geq z^B$, allora **B** non ottiene il controllo e i detentori ricevono y^I .

Quindi, il rendimento degli azionisti è determinato da S^* e un aumento del suo valore rende meno probabile che un *buyer* inefficiente riesca ad ottenere il controllo.

Proposizione 3. *Sia data una regola di voto α . Allora il valore di mercato totale dei titoli della società (indicato nella proposizione 2) sarà più alto sotto “una azione/uno voto” che sotto qualsiasi altra struttura dei titoli.*

Legare azioni e voti intensifica la competizione da parte degli *arbitrageur* contro l'acquirente. Poiché i voti sono preziosi per il beneficio privato del controllo, mentre le azioni “di dividendo” sono preziose per chi mira ad accrescere il valore di mercato, il legame aumenta il valore dei voti per un *arbitrageur* e lo induce a offrire in modo più aggressivo contro il *buyer* costringendolo a pagare di più per i voti. Di conseguenza, è più probabile che vengano filtrati quegli acquirenti che tenderebbero a ridurre il valore di mercato della società e che cercano di acquistarla per il proprio beneficio privato.

Nel mondo reale, chiaramente, le caratteristiche di *incumbent* e *buyer* non sono note e, come giustamente osservano, la maggior parte delle offerte pubbliche è non ristretta e non riduce il valore. Inoltre, la presenza dei tribunali è capace di limitare i potenziali abusi; prendiamo, ad esempio, una situazione in cui $y^B < y^I$, dove tuttavia il *buyer*, mosso dai benefici privati, offre un prezzo $p_i^B > y^I$ per acquisire il controllo del 51% dei titoli. A seguito del cambio di controllo il restante 49% varrà y^B . Successivamente, **B**, intenzionato ad acquisire la totalità dei titoli per operare una fusione, offre un prezzo pari a y^B al restante 49%; a questo punto, sebbene attualmente la valutazione del mercato sia effettivamente y^B , gli azionisti di minoranza potrebbero chiedere al tribunale una perizia e dimostrare che il reale valore dell’impresa è quello pagato da **B** per l’acquisizione del 51%.

Elaborano, quindi, la seguente proposizione:

Proposizione 4. *Uno statuto societario con “una azione/un voto” e $\alpha = 1$ conferisce ai detentori dei titoli un valore di mercato totale più elevato di qualsiasi altra struttura dei titoli e di qualsiasi altro α .*

Nei paragrafi successivi verrà analizzato il limite di questa proposizione; infatti, imponendo $\alpha = 1$, sarà piuttosto semplice per il management *incumbent*, o un gruppo che intenda fare *free-riding* sul miglioramento (i.e. contendere i benefici privati di controllo del *buyer*), acquisire una piccola frazione della società e bloccare l’offerta, anche se questa incrementasse il valore.

2.1.3 Resistenza dei manager *incumbent*

In questa sezione verrà analizzata la resistenza manageriale a un cambio di controllo efficiente, quando gli *incumbent* possono estrarre benefici privati di controllo z^I .

Supponiamo che **B** formuli un’offerta b^B . In linea di principio, il management *incumbent* **I** è disposto a formulare una controfferta b^I finché vince il confronto che ne risulta e il beneficio privato dal mantenimento del controllo z^I non è inferiore al costo netto della controfferta. Assumiamo, inoltre, che lo statuto societario impedisca ad **I** di utilizzare gli attivi della società per mantenere z^I . Allora:

Definizione 1. *L’offerta b^B di **B** dissuade **I** se non esiste una controfferta b^I tale che, nel confronto risultante tra b^B e b^I , esista un equilibrio in cui **I** vince e non subisce una perdita netta.*

La nozione di deterrenza è simile a quella data nel paragrafo precedente, con la differenza che in questo caso **I** resiste anche se **B** aumenta i prezzi dei titoli.

Per **B** non conviene mai fare un'offerta che attiri una controfferta di **I**. Tra tutte le offerte che dissuadono **I**, sia $b^B = (p_1^B, \dots, p_n^B; f_1^B, \dots, f_n^B)$ quella che massimizza il profitto netto di **B**. Allora **B** effettuerà l'offerta e otterrà il controllo ogni volta che questo profitto massimizzato è non negativo, e, in tal caso, il rendimento totale per i detentori dei titoli è

$$\sum [max\{s_i y^B, f_i^B p_i^B + (1 - f_i^B) s_i y^B\}] \quad (3)$$

Se invece **B** non prende il controllo, il rendimento totale per i detentori dei titoli è y^I . È abbastanza chiaro perché, in questo quadro, un α vicino a 1 non sia generalmente ottimale. In tali condizioni, al management basta accumulare un piccolo numero di voti per bloccare un'offerta. Dato un beneficio privato positivo z^I dal mantenimento del controllo, il management è quindi disposto a pagare un prezzo elevato per ciascuno di questi voti, il che rende facile superare l'offerta di **B**¹. In un contesto di questo tipo, quindi, un elevato valore di α attribuisce relativamente più peso al beneficio privato dell'*incumbent* che a quello del *buyer*; permettendo quindi al primo di scoraggiare eventuali offerte che aumentano il valore dell'impresa.

Gli autori individuano quattro situazioni possibili in cui, assunte come mutuamente esclusive e collettivamente esaustive:

- Caso1: $z^B > 0, z^I = 0$
- Caso2: $z^B = 0, z^I > 0$
- Caso3: $z^B = z^I = 0$
- Caso4: $z^B > 0, z^I > 0$

Il **Caso1** è analogo a quanto visto nel paragrafo precedente e riassunto nella preposizione2, in particolare *One Share-One Vote* è favorevole perché minimizza la probabilità che un acquirente inferiore ottenga il controllo e la perdita per gli azionisti qualora ciò accada.

Il **Caso2** è speculare al **Caso1**. Estendendo la logica vista nel paragrafo precedente, gli autori dimostrano che :

- (A) poiché $z^B = 0$, l'offerta più efficace di **B** è un'offerta non ristretta a $s_i y^B$ per tutti gli i ;

¹Gli autori propongono il seguente esempio: $(y^B = 55, z^B = 9)$ e $(y^I = 50, z^I = 2)$ e vale OSOV. Il prezzo massimo che **B** può offrire per il 100% delle azioni è $p^B = y^B + z^B/\alpha$, mentre **I** per impedire il cambio di controllo può pagare al massimo $p^I = y^I + z^I/(1 - \alpha)$ per una quota pari a $100(1 - \alpha)\%$. Con $\alpha = 0.9$ le due offerte sarebbero $p^B = 65$ e $p^I = 70$, quindi **I** riuscirebbe ad impedire il cambio di controllo, sebbene questo aumenti il valore. Con $\alpha = 0.5$ invece, le due offerte sarebbero $p^B = 73$ e $p^I = 54$, quindi **B** vince.

- (B) se $y^B > y^I$, il modo più economico per \mathbf{I} di resistere è un'offerta ristretta per una frazione f_i del titolo i al prezzo $s_i y^B$, dove f_1, \dots, f_n minimizzano la quota totale dei flussi della società \mathbf{S} , che \mathbf{I} deve acquisire, dato che deve accumulare una frazione $1 - \alpha$ dei voti per bloccare \mathbf{B} . \mathbf{I} sarà capace di bloccare l'offerta solo se $S(y^B - y^I) < Z^I$, ovvero, se il costo per la deterrenza è minore dei benefici privati che estrae.
- (C) se $y^B < y^I$, \mathbf{B} non può ottenere il controllo poiché \mathbf{I} può sconfiggerlo a costo zero con un'offerta non ristretta a $s_i y^I$ per tutti gli i .

Quindi, \mathbf{B} ottiene il controllo se $y^B > y^I$ e $S(y^B - y^I) > Z^I$, altrimenti \mathbf{I} per \mathbf{I} sarà possibile fare deterrenza a costo zero, ed impedire i cambio di controllo. Si osserva quindi come, in questo caso, la struttura dei diritti di voto influenzi il risultato solo tramite \mathbf{S} : se questa aumenta ha un effetto positivo per gli azionisti, perché rende più probabile che un *buyer* superiore ottenga il controllo; \mathbf{S} è massimo nel caso di *One Share-One Vote*.

Il **Caso3** è invece banale e la struttura dei titoli sarà irrilevante. Infatti, in assenza di benefici privati, il controllo va alla parte capace di generare un valore di mercato maggiore. Quindi, se $y^B > y^I$, vincerà \mathbf{B} con un'offerta non ristretta a $s_i y^B$ per ogni i ; se $y^I > y^B$, \mathbf{I} può mantenere il controllo con un'offerta non ristretta a $s_i y^I$.

Il **Caso4** differisce dai precedenti in quanto è l'unico in cui una deviazione da *One Share-One Vote* permette agli azionisti di estrarre una porzione maggiore dei benefici privati, tale affermazione è osservata nel seguente esempio. Siano $(y^B = 100, z^B = 1, 1)$ e $(y^I = 10, z^I = 1)$, $\alpha = 0.5$, allora se:

- vale *One Share-One Vote*, \mathbf{B} offrirà di acquistare tutte le azioni ad un valore 100, \mathbf{I} non sarà in grado di fare un'offerta per il 50% ad un prezzo simile, \mathbf{B} vince, il cambio di controllo avviene e gli azionisti ottengono 100.
- esistono due classi di azioni $s_1 = 0, v_1 = 1$ e $s_2 = 1, v_2 = 0$, per dissuadere \mathbf{I} , \mathbf{B} dovrà formulare un'offerta leggermente superiore a 2 per il 50% delle azioni $c1$ (e quindi dei voti). Con un'offerta inferiore a 2 \mathbf{I} potrebbe offrire 2 per il 50% dei titoli $c1$ e sconfiggere \mathbf{B} senza perdite nette. Quindi, i detentori del titolo $c1$ otterranno $0.5 \times 2 = 1$, mentre quelli del titolo $c2$ otterranno un titolo che con \mathbf{B} vale 100. Il valore complessivo ricevuto dagli azionisti in questo caso sarà 101, quindi maggiore rispetto al caso OSOV.

L'esempio mostra che, quando entrambe le parti hanno benefici privati, le deviazioni da *One Share-One Vote* possono aumentare il valore di mercato della società, consentendo agli azionisti di estrarre una quota maggiore di tali benefici. Questo effetto di "estrazione di surplus" è importante, tuttavia, solo quando z^B e z^I sono entrambi grandi. Gli autori ritengono però che, per quanto questo effetto di estrazione del surplus possa essere rilevante, viene quasi sempre sovrastato dagli altri effetti generati dalle deviazioni; inoltre

aggiungono che, per quanto i benefici privati di entrambe le parti possano essere elevati, dottrine legali di "responsabilità fiduciaria" ed "equità" ne impediranno la frequente insorgenza. In particolare, a meno che lo statuto non consenta esplicitamente alla maggioranza di trarre benefici significativi dal controllo (con i meccanismi descritti in Grossman e Hart 1980), gli azionisti di minoranza possono far valere, dinanzi ad tribunale, le loro pretese contro i benefici privati goduti dalla maggioranza.

Alla luce di quanto osservato negli esempi appena discussi, gli autori elaborano la seguente proposizione:

Proposizione 5. *Se la probabilità che $z^I > 0$ è lontana da 0 e la probabilità che $z^B > 0$ è sufficientemente piccola, allora $\alpha = 0.5$ e One Share-One Vote forniscono un rendimento atteso per i titoli strettamente superiore a qualsiasi altra struttura e qualsiasi α .*

Nel modello descritto dagli autori, nel momento in cui l'*incumbet* resiste all'offerta di **B** diventa, direttamente o indirettamente, esso stesso un grande azionista. In quanto grande azionista, potrebbe perdere la capacità di invocare la *"business judgment rule"*² per respingere azioni che chiedono di restituire agli azionisti il beneficio privato z^I , quindi in situazioni in cui z^B è basso, la probabilità che z^I sia significativo è bassa. L'ottimalità del principio OSOV è comunque dimostrabile, tuttavia la maggioranza semplice potrebbe non essere più ottimale.

Proposizione 6. *Si assuma che vi sia una probabilità positiva che $y^I < y^B + z^B$ dato che $z^I = 0$, $z^B = z^{-B}$ e $y^B < y^I$. Si assuma che la probabilità degli eventi del **Caso 4** sia trascurabile rispetto alla probabilità degli eventi dei **Casi 1, 2**. Allora, data qualsiasi struttura dei titoli $(s_1, \dots, s_n; v_1, \dots, v_n)$ con $s_i/v_i \neq 1$ per tutti gli i , e una soglia α , $1/2 \leq \alpha \leq 1$, One Share-One Vote e tale α forniscono un rendimento atteso strettamente superiore.*

Una situazione in cui le condizioni della proposizione 6 sono soddisfatte è quando (z^B, z^I, y^B, y^I) sono variabili casuali mutuamente indipendenti e $Pr[z^B = z^I] = Pr[z^I = z^B] = t$, con t piccolo. Tuttavia, casi più generali in cui z elevati tendono a implicare y bassi (perché molti profitti vengono drenati) sono coerenti con la proposizione.

Concludendo, la proposizione 6 dimostra la desiderabilità della regola OSOV per una certa soglia α . Non dice però nulla sull'entità di α . Aumenti di α accrescono il rendimento degli azionisti nel **Caso 1**, riducendo la probabilità (e mitigando le conseguenze) di offerte che riducono i valori. Diminuzioni

²Il principio della Business Judgement Rule corrisponde al principio di insindacabilità della gestione degli amministratori, secondo cui le decisioni gestorie appannaggio, per legge, degli amministratori non possono essere contestate né dai soci, né dai creditori sociali e neppure dagli organi giurisdizionali, nella misura in cui siano assunte in conformità ai principi di corretta amministrazione e quindi, in particolare, previa adeguata istruttoria. In sostanza, l'amministratore di una società non può esser chiamato a rispondere per aver preso decisioni imprenditoriali, anche nel caso in cui queste si siano poi rivelate inopportune dal punto di vista economico, poiché non possono costituire fonte di responsabilità contrattuale nei confronti della società

di α accrescono il rendimento nel **Caso2**, riducendo la probabilità che un **incumbent** inefficiente resti in carica. Il valore ottimale α^* sarà determinato da quale dei due effetti sia più importante; ciò dipende dalla distribuzione congiunta di z^B, z^I, y^B, y^I . È facile costruire esempi in cui α^* può essere maggiore di $1/2$.

2.1.4 Contesa dei benefici privati di controllo

Nell'ultimo scenario analizzato dagli autori, così come visto nel precedente, viene osservato un *arbitrageur* che acquisisce un numero di azioni tale da minacciare di bloccare il *buyer*. Tuttavia, in questo caso, l'*arbitrageur* non è più mosso dalla semplice volontà di bloccare il cambio di controllo per preservare il valore dell'impresa o per sfruttare i propri benefici privati z^I , ma intende sfruttare la sua partecipazione per estrarre parte dei benefici privati del *buyer*.

Nei paragrafi precedenti è stato chiarito come uno statuto che imponga $\alpha = 1$ può innescare meccanismi deleteri, in quanto per un *arbitrageur* è molto semplice e poco costoso ostacolare cambi di controllo, anche quando questi aumentano il valore globale dell'impresa.

Il modello descritto dagli autori è simile a quello trattato fino ad ora, con la differenza che dopo che il *buyer* fa un'offerta per una percentuale α dei voti, l'*arbitrageur* può fare un'offerta per $1 - \alpha$ e, successivamente, **B** dovrà negoziare con **A** per il controllo. Inoltre, gli autori assumono che: ogni parte ottiene il valore di mercato delle proprie azioni più metà dei guadagni totali creati dall'acquisizione.

Gli autori osservano che quando lo statuto si discosta dalla regola di maggioranza, per un dato prezzo di offerta del *buyer*, il costo per l'*arbitrageur* di minacciare di bloccare il *buyer* si abbassa. Pertanto, il *buyer* deve aumentare il suo prezzo di offerta per scoraggiare l'ingresso di **A**. Una deviazione sufficientemente ampia dalla regola di maggioranza abbassa il costo per **A** di bloccare fino al punto in cui **B** subirebbe solo perdite da una offerta vincente. Questo può accadere anche con un'offerta che, se completata, aumenterebbe il valore di mercato della società, perché una deviazione dalla regola di maggioranza dà ad **A** più della sua quota proporzionale del beneficio privato di **B** e più della sua quota proporzionale dei guadagni pubblici dall'aumento del valore dell'impresa. Cioè, dato che il costo delle azioni acquistate è sommerso, **B** non può aspettarsi di recuperare il costo relativamente elevato dell'acquisto di $\alpha > 1/2$ in successivi negoziati con un *arbitrageur* che ha dovuto acquistare solo $(1 - \alpha) < 1/2$.

Per elaborare quanto detto vengono considerati due casi:

- (1) $(y^B + z^B) > y^I$, se **A** e **B** insieme possiedono il 100%, è ottimale che sostituiscano l'*incumbent*;
- (2) $(y^B + z^B) \leq y^I$, non è ottimale sostituire l'*incumbent*.

Nel caso(1), se la regola di voto prevede che **B** acquisisca una porzione α per ottenere il controllo e se **B** fa un'offerta sufficientemente bassa da consentire

ad **A** di acquistare una quota $1 - \alpha$, **A** otterrà

$$(1 - \alpha)y^B + \frac{1}{2}(y^B + z^B - y^I) \quad (4)$$

al lordo dei costi di acquisizione. Per scoraggiare l'ingresso di **A** l'offerta di **B** dovrà avere un prezzo P tale che $(1 - \alpha)P$ è appena superiore della 4, quindi:

$$P = y^B + \frac{y^B + z^B - y^I}{2(1 - \alpha)} \quad (5)$$

il profitto ottenuto da **B** sarà quindi:

$$\Pi^B = \frac{1}{2(1 - \alpha)} \{2\alpha(y^B - y^I)[\frac{1}{2} - \alpha] + 3z^B[\frac{2}{3} - \alpha]\} \quad (6)$$

Qualora la 6 sia positiva, **B** farà un'offerta e il valore di mercato della società varrà: $\alpha P + (1 - \alpha)y^B$, generando un ritorno per gli azionisti pari a:

$$\text{Se } y^B + z^B > y^I, r(\alpha) = \begin{cases} \frac{\alpha(2\alpha - 1)}{2(1 - \alpha)} [y^B + z^B - y^I] + \alpha z^B + y^B, & \text{se } \Pi^B > 0 \\ y^I, & \text{se } \Pi^B < 0. \end{cases} \quad (7)$$

Osservando la 7 intuiamo come gli azionisti preferiscano un α abbastanza alto da non rendere i profitti di **B** negativi. Dalla 6 risulta che se $y^B > y^I$, il profitto di **B** sarà negativo per $\alpha > \frac{2}{3}$ e, di conseguenza, non avverrà alcuna offerta. Se invece $y^B < y^I$, l'analisi è decisamente più complessa e $\alpha > \frac{2}{3}$ potrebbe essere ottimale. Definiamo ora x come il rapporto dei benefici privati sui benefici totali netti dell'acquisizione:

$$x = \frac{z^B}{y^B + z^B - y^I} \quad (8)$$

se $y^B < y^I$, allora $x > 1$. Si può dimostrare che $\Pi^B = 0$ per uno specifico valore di α , che indicheremo $\alpha(x)$, che vale:

$$\alpha(x) = \frac{4x - 1 - \sqrt{1 + 8x}}{4(x - 1)} \quad (9)$$

e che per $\alpha > \alpha(x)$ il profitto di **B** sarà negativo, come conseguenza di $\tilde{x} = z^B/(y^B + z^B - y^I)$. Nel caso(1) quindi, se gli azionisti sanno che $\tilde{x} < x$, non sceglieranno mai $\alpha > \alpha(x)$.

Esaminando la 8 e la 9 si osserva che per z^B che tende a 0, $\alpha(x) = 1/2$. Inoltre, dalla 9 si osserva che: se $x = 1$, $\alpha < \alpha(1) = 2/3$; se $x = 2$, $\alpha < \alpha(2) = 0.72$, se $x = 3$, $\alpha < \alpha(3) = 0.75$, ecc.

Nel caso(2), invece, dove $(y^B + z^B) \leq y^I$, **B** non deve preoccuparsi di scoraggiare **A**, in quanto, nell'eventualità in cui **B** accumuli α voti ed **A** ne accumuli $1 - \alpha$, è nell'interesse di entrambi assicurarsi che l'*incumbent* conservi il controllo e quindi non ci saranno benefici privati da dividere.

La migliore offerta che può formulare \mathbf{B} è pari a una quota $100\alpha\%$ ad un prezzo y^I , generando profitti per \mathbf{B} pari a:

$$\Pi^B = \alpha y^B + z^B - \alpha y^I \quad (10)$$

e il ritorno degli azionisti soddisferà:

$$\text{Se } y^B + z^B < y^I, r(\alpha) = \begin{cases} \alpha y^B + (1 - \alpha) y^I, & \text{se } \Pi^B > 0 \\ y^I, & \text{se } \Pi^B < 0. \end{cases} \quad (11)$$

Una caratteristica fondamentale di questo caso è che i cambi di controllo non sono nell'interesse degli azionisti. Inoltre, se α viene portato a valori superiori al 50% ci saranno minori combinazioni di valori (y^B, z^B, y^I) , per cui \mathbf{B} potrà formulare un'offerta profittevole e nei casi in cui questa si verificherà gli azionisti riceveranno un maggior ritorno.

Gli autori concludono formalizzando la seguente proposizione:

Proposizione 7. *Lo statuto specificherà una regola di voto per i cambiamenti di controllo α , che è (a) sufficientemente alta da non consentire alcun cambiamento di controllo senza l'approvazione dell'incumbent o (b) si trova tra $1/2$ e $\alpha(x)$, dove x è il più grande rapporto possibile tra benefici privati e benefici totali dell'acquisizione. Nel caso (b), se $x \leq 1$, allora è ottimale che $1/2 \leq \alpha \leq 2/3$. Inoltre, sempre nel caso (b), se si è certi che $z^B < z^I$, allora man mano che z^I tenderà a zero, α tenderà ad $1/2$.*

Questo risultato discende dal fatto che, nella misura in cui si verifica il Caso (2) (cioè l'*incumbent* è più produttivo dell'*buyer*), gli azionisti vogliono prevenire i cambiamenti di controllo, mentre nel Caso (1) gli azionisti non devono mai scegliere $\alpha > \alpha(x)$ per scoraggiare i cambiamenti di controllo, e infatti vorrebbero $\alpha < \alpha(x)$ per incoraggiare i cambiamenti di controllo benefici.

2.1.5 Conclusioni

Negli anni ottanta il dibattito politico era animato dal dubbio che il principio *One Share-One Vote* dovesse essere un requisito necessario per accedere ai mercati pubblici di capitale. A questo quesito gli autori rispondono come segue: "i nostri risultati mostrano che le deviazioni da *One Share-One Vote* possono rappresentare una caratteristica dello statuto societario che è nell'interesse degli azionisti. Non vediamo, quindi, alcuna ragione per interferire con la possibilità di una nuova impresa di scegliere uno statuto societario e una struttura dei titoli che le permetta di raccogliere capitale al costo più basso possibile"³.

A destare sospetto sono, invece, le trasformazioni della struttura di voto di società già quotate. Se ciò avviene, consolidando la posizione del

³Grossman e Hart 1988, pag.40

management *incumbent* e isolandolo dal mercato del controllo societario, allora i risultati ottenuti dagli autori, ovvero che il principio One Share-One Vote è generalmente nell'interesse degli azionisti e il fatto che l'*entrenchment* manageriale sia nell'interesse dei manager stessi, rende plausibile sospettare che gli azionisti vengano danneggiati.

Gli autori proseguono sottolineando che questa osservazione rimane fondata anche nel caso in cui la trasformazione della struttura societaria sia votata e accettata dalla maggioranza (o i 2/3) degli azionisti. Questo perché il ruolo del mercato del controllo societario deriva dal fatto che generalmente è ottimale per i piccoli azionisti votare con il management, senza dedicare tempo ed energie alla lettura dei *proxy statement* e alla formazione di un'opinione indipendente. Pertanto, il fatto che gli azionisti votino per un'uscita dal mercato del controllo societario non giustifica la posizione del management.

Tuttavia, qualora questa modifica sia proposta da un management che possiede già la maggioranza di voti e voglia mantenere il controllo rinunciando a parte dei diritti sui dividendi (ad esempio nel caso in cui una famiglia proprietaria voglia diversificare il suo patrimonio personale senza rinunciare alla guida della società), l'osservazione appena formulata perde di forza. Di fatto, nella misura in cui gli azionisti iniziali si aspettavano che il management *incumbent* mantenesse il controllo dei voti, questo cambiamento nella struttura dei titoli è coerente con il desiderio originario di mantenere la società isolata dal mercato del controllo e quindi non dovrebbe essere ostacolato.

Quindi, concludendo, gli autori sottolineano che seppur sia indesiderabile consentire modifiche ex-post alla struttura dei diritti di voto, i requisiti di quotazione di una borsa mirano a fornire informazioni ai trader sulle caratteristiche dei titoli negoziati. Non vi è, quindi, alcuna ragione per cui i trader non possano ottenere tali informazioni altrove e, al tempo stesso, non vi è ragione per cui una borsa non possa specializzarsi nella negoziazione di azioni con una particolare struttura di voto se lo desidera.

Nella misura in cui i cambiamenti ex-post nella struttura dei titoli/voti dovessero ricevere ulteriori regolamentazioni, allora, invece di regolare i requisiti di quotazione, sembrerebbe più appropriato riconoscere agli azionisti dissenzienti diritti analoghi a quelli già esistenti in fusioni o altre vendite di asset. In particolare, gli azionisti dissenzienti potrebbero ricevere diritti di valutazione (*appraisal rights*) che consentirebbero loro di dimostrare che il valore delle proprie partecipazioni è diminuito a seguito della proposta modifica della struttura dei titoli/voti.

2.2 La sopravvivenza come test

Un'osservazione certamente interessante è proposta da Howell 2017, il quale sostiene che, al di là delle discussioni su costi e benefici, la vera cartina di tornasole dell'efficienza delle strutture *dual class* e, in generale, delle strutture organizzative, è la loro permanenza nei mercati e la capacità delle imprese che le adottano di prosperare. L'autore cita Alchian 1950, che intitola la seconda sezione del suo lavoro *"Success is based on results, not motivation"* e

osserva che il modello di azioni *dual class*, rispolverato negli anni ottanta come difesa all'ondata di *takeover* ostili che hanno caratterizzato quel decennio, è poi sopravvissuto e anzi si è ancora di più affermato con il passare del tempo.

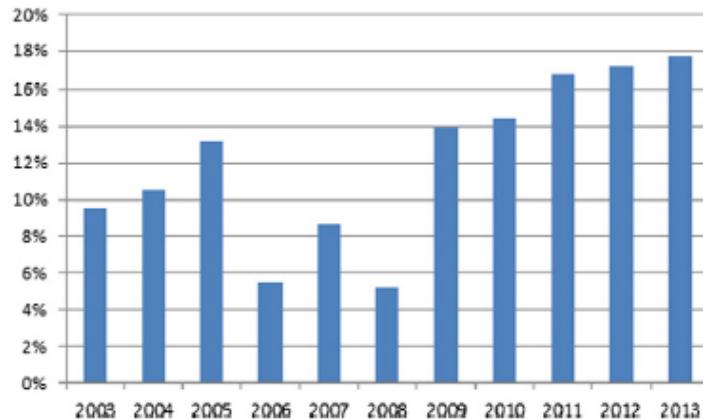


Figura 2: Percentuale di IPO dual class per anno(2003-2013). Il campione di offerte pubbliche iniziali proviene da SDC Platinum. Le IPO a doppia classe di azioni sono state identificate esaminando i documenti depositati dall'azienda presso la Securities and Exchange Commission (SEC).

Fonte: Howell 2017

Come controesempio poi indica le *"traking stock"*⁴ e la rapida scomparsa che questo strumento ha osservato quando l' *"internet craze"* è sfumato.

| Time frame | Prevalence | Source |
|---------------|---|--|
| 1979-1987 | 129 dual class recapitalization | Dimitrov and Jain (2006) |
| 1985 | 2,8% of listed firms (180 firms) | Seligman (1986) |
| 1988-1992 | 5,4% of IPOs | Field and Karpoff (2002) |
| 1988-1998 | 49 dual class recapitalization | Dimitrov and Jain (2006) |
| 1/1990-5/1994 | 7,0% of IPOs and 9,4% of IPO proceeds | Smart and Zutter (2003) |
| 6/1994-9/1998 | 11,9% of IPOs and 24,9% of IPO proceeds | Smart and Zutter (2003) |
| 1995-2002 | 6% of listed firms and 8% of market capitalization | Gompers et al. (2010) |
| 2003-2008 | 9,4% of IPOs and 20,8% of IPO proceeds | SDC Platinum and Securities and Exchange Commission Documents |
| 2009-2013 | 16,5% of IPOs and 34,1% of IPO proceeds | SDC Platinum and Securities and Exchange Commission Documents |

Tabella 1: Sopravvivenza delle strutture dual class negli USA
Fonte: Howell 2017

⁴Una tracking stock è una classe di azioni emessa da una società madre che riflette l'andamento di una specifica unità di business, divisione o controllata, piuttosto che la performance complessiva dell'intera società. A differenza delle azioni ordinarie, le tracking stocks offrono agli investitori un modo per investire in un particolare segmento di un'impresa senza però concedere la proprietà diretta degli asset di quel segmento.

Chiaramente, la sopravvivenza delle *dual class* non equivale automaticamente a un giudizio positivo. Come ricordano Bebchuk e Kastiel 2017, il fatto che queste strutture persistano non significa che siano sempre efficienti; i controllori hanno incentivi a mantenerle anche quando i costi superano i benefici (chiaramente per l'impresa) e, gli azionisti di minoranza, spesso, non hanno strumenti sufficienti per contrastarle. La stessa sopravvivenza può quindi essere letta come l'esito di un equilibrio distorto, in cui l'*entrenchment* prevale sull'efficienza.

2.3 Vantaggi e svantaggi della deviazione

Sebbene sia stato chiarito che il principio One Share-One Vote rappresenta il *benchmark* teorico di riferimento per un assetto societario efficiente, poiché allinea in maniera proporzionale diritti di voto e diritti economici, la pratica mostra come numerose imprese, e soprattutto legislazioni, abbiano scelto di discostarsi da questa regola, adottando strutture *dual class* o altri meccanismi di rafforzamento del controllo. Come osserva Howell 2017, la persistenza delle *dual class* negli Stati Uniti testimonia che queste non rappresentano una mera anomalia, bensì una forma organizzativa intermedia, collocata tra la società a proprietà diffusa e l'impresa familiare chiusa, in grado di conciliare l'accesso ai mercati di capitale con la preservazione del controllo da parte dei fondatori. In letteratura sono stati individuati diversi benefici che l'adozione di un assetto societario con azioni *dual class* può generare all'impresa:

Facilitare l'accesso al mercato dei capitali. H. DeAngelo e L. DeAngelo 1985 sottolineano come la separazione tra diritti patrimoniali e diritti di voto consenta ai fondatori con risorse limitate di raccogliere capitale per progetti di espansione senza diluire eccessivamente il proprio potere decisionale. Questa caratteristica ha favorito l'adozione delle *dual class* in settori ad alta intensità tecnologica, dove l'imprenditore fondatore rappresenta una risorsa strategica (si pensi ai casi di Google, Meta o Snap).

Protezione da *takeover* ostili e miopia manageriale. La concentrazione dei diritti di voto in capo ai fondatori riduce il rischio di *takeover* non informati, che potrebbero portare a un ricambio inefficiente del management (Alchian e Demsetz 1972). Inoltre, la minor pressione dal mercato del controllo allevia le pressioni speculative di breve periodo, garantendo al management la possibilità di favorire le decisioni strategiche di lungo periodo (Stein 1988).

Valorizzazione del capitale umano specifico. Il mantenimento del controllo da parte dei fondatori incentiva l'accumulazione di capitale umano specifico, altrimenti difficilmente tutelabile in un contesto di proprietà diffusa. La presenza di un fondatore visionario, spesso dotato di conoscenze tecniche e relazionali uniche, giustifica dunque il mantenimento di assetti proprietari sbilanciati. (Klein et al. 1978; H. DeAngelo e L. DeAngelo 1985)

Diversificazione del rischio e stabilità finanziaria. Con la crescita dell'impresa, l'avversione personale al rischio del proprietario genera costi di agenzia che danneggiano tutto l'azionariato. La separazione tra potere di voto

e capitale consente agli imprenditori di diversificare il patrimonio personale, riducendo l'esposizione al rischio specifico e al rischio non sistematico, senza perdere il controllo dell'impresa (Fischel 1987, Fama e Jensen 1983). Inoltre, l'ingresso di capitale esterno, anch'esso facente parte di portafogli diversificati, permette al management di gestire i contratti con fornitori e manager con un costo di rischio relativamente più basso.

Chiaramente, come è lecito aspettarsi, deviare dal modello OSOV porta con sé una più elevata possibilità che si manifestino effetti dannosi, come:

Entrenchment e minore contendibilità del controllo. La protezione conferita dalle azioni a voto plurimo rispetto alle discipline di mercato - scalate ostili o campagne di attivismo azionario - può trasformarsi in una barriera contro la contendibilità del controllo anche qualora le *performace* del management fossero inadeguate (Gilson 1987, Jarrell e Poulsen 1988).

Aumento dei costi di agenzia. La separazione tra diritti economici e diritti di voto crea un *wedge* che incentiva l'estrazione di benefici privati a scapito degli azionisti di minoranza. Bebchuk, Kraakman et al. 2000 hanno mostrato che, man mano che cresce la distanza tra quota di capitale e potere di voto, aumenta anche la probabilità di pratiche di *tunneling* o consumo di risorse aziendali.

Deterioramento nel tempo del rapporto costi/benefici. Bebchuk e Kastiel 2017 hanno mostrato che i benefici delle *dual class* (es. leadership visionaria del fondatore, capacità di innovazione) tendono a manifestarsi nelle fasi iniziali del ciclo vita dell'impresa e che, con il passare del tempo, questi si attenuano, mentre i costi di agenzia e di entrenchment aumentano progressivamente. Questo ha spinto parte della dottrina a proporre l'introduzione di *sunset provision*, ovvero clausole statutarie che prevedano la decadenza automatica dei diritti di voto plurimo dopo un certo periodo o al verificarsi di eventi specifici.

Reazioni negative del mercato. Nello specifico, degli investitori istituzionali. In uno studio empirico, Masulis et al. 2009 osservano che i mercati scontano le imprese *dual class* con valutazioni inferiori, a causa del timore di espropriazione. Inoltre, fondi pensione e *proxy advisors* hanno aumentato, negli ultimi anni, la pressione contro le quotazioni a voto diseguale, ritenendole contrarie al principio di equità (Howell 2017).

Ricambio generazionale nelle imprese familiari. Nelle imprese a conduzione familiare il mantenimento del voto plurimo può tradursi in una concentrazione di potere che non garantisce necessariamente la competenza delle generazioni successive, aumentando il rischio di inefficienze e conflitti tra azionisti.

2.4 Sunset provision e l'introduzione della variabile tempo

Nell'ordinamento Statunitense è stato osservato che i benefici derivanti dal rafforzamento del controllo (come la leadership superiore dei fondatori) tendono a esaurirsi nelle fasi iniziali della vita dell'impresa e che,

successivamente, questi meccanismi possono diventare dannosi, permettendo l'*entrenchment* ereditario (il consolidamento del controllo da parte di eredi) e aumentando i costi di agenzia (Bebchuk e Kastiel 2017). Le *sunset provision*, imponendo la scadenza automatica delle strutture a voto diseguale al verificarsi di una determinata condizione (Aggarwal et al. 2022), rappresentano un utile compromesso per tutelare al meglio gli azionisti di minoranza, soprattutto dove il sistema legislativo è carente in materia.

Si riporta di seguito una breve descrizione delle principali tipologie di *sunset provision* individuate in letteratura:

Time sunset, come suggerito dal nome, il "trigger" della clausola è un intervallo temporale. I diritti di voto aggiuntivi, eventualmente conferiti ad una specifica classe di azioni, decadono automaticamente al termine di un predeterminato intervallo temporale. La lunghezza di questo intervallo viene ovviamente concordata nel momento dell'IPO(Bebchuk e Kastiel 2017). È chiaro che al momento dell'offerta non è semplice determinare quale sarà l'intervallo temporale effettivamente necessario a consentire al fondatore di svolgere al meglio la sua "missione"; per superare questo ostacolo è stata quindi contemplata la possibilità di proroga, a patto che in un'assemblea i soci non beneficiari esprimano parere favorevole(Bebchuk e Kastiel 2017).

Ownership sunset, in questo caso l'evento che implica la cessazione automatica dei diritti di voto aggiuntivi è legato alla quota di capitale detenuta dal controllante(Bebchuk e Kastiel 2017, Aggarwal et al. 2022). La *sunset provision* si attiva se la quota raggiunge un valore inferiore a quello prestabilito, tipicamente il 10% o il 15%(Bebchuk e Kastiel 2017). Questo meccanismo nasce dalla necessità che il controllante mantenga un'esposizione patrimoniale significativa (*skin in the game*), tale da garantire l'allineamento dei suoi incentivi con quelli di tutti gli altri azionisti (Aggarwal et al. 2022).

Transfer sunset, prevedono la decadenza automatica dei diritti di voto plurimo nel momento in cui le azioni speciali vengono trasferite a soggetti diversi dal fondatore o dal nucleo originario di controllo. Questa clausola si fonda sull'idea che la giustificazione principale delle strutture *dual class* risieda nelle capacità imprenditoriali, nella visione strategica o nel capitale umano specifico dei fondatori (Howell 2017). Se tali azioni vengono cedute a soggetti estranei, viene meno la ragione stessa per cui è stato concesso un potere di voto rafforzato, trasformandosi in un meccanismo di consolidamento del controllo non meritocratico. Inoltre, la clausola riduce le possibilità che il voto plurimo venga utilizzato come strumento speculativo da parte di acquirenti terzi, tutelando gli azionisti di minoranza da possibili pratiche di espropriazione (Aggarwal et al. 2022).

Event-based sunset prevedono la decadenza dei diritti di voto plurimo al verificarsi di specifici eventi. Tra i più comuni vi sono la morte, l'uscita, l'invalidità, il raggiungimento dell'età pensionabile del fondatore oppure il venir meno di una certa posizione di leadership (ad esempio la carica di CEO o presidente del consiglio) come riportato da Bebchuk e Kastiel 2017. Alla base di queste clausole vi è l'idea che le competenze, conoscenze tacite e il capitale relazionale proprie del fondatore o della famiglia imprenditoriale,

per quanto difficilmente replicabili, nel tempo perdano di efficacia (Bebchuk e Kastiel 2017); quando ciò avviene, come già osservato, il voto rafforzato non diventa altro che puro *entrenchment*. Di contro, qualora il fondatore sia in età giovane (dinamica propria delle imprese innovative, che più necessitano di meccanismi di rafforzamento del controllo), questo tipo di clausole può perdere completamente di efficacia, risultando comunque in un controllo potenzialmente decennale (Bebchuk e Kastiel 2017).

Le *sunset provision* non sono però prive di limiti. R. Adams e Ferreira 2008 osservano che una eccessiva rigidità potrebbe scoraggiare le imprese dall'intraprendere la quotazione, specie in contesti istituzionali in cui il capitale umano del fondatore rappresenta una risorsa critica. Gli investitori istituzionali e *proxy advisors* esercitano pressioni crescenti per introdurre tali meccanismi, ritenendoli strumenti essenziali per garantire la contendibilità del controllo e la trasparenza dei mercati (Bebchuk e Kastiel 2017).

Dunque, l'obiettivo delle *sunset provisions* è ricomporre il *trade-off* tra i benefici iniziali delle deviazioni dal modello OSOV e i costi di lungo periodo (Bebchuk e Kastiel 2017), garantendo che i vantaggi connessi alla stabilità e alla visione fondatrice non si traducano, col passare degli anni, in un freno all'innovazione e in un peggioramento della tutela degli azionisti di minoranza (Bebchuk e Kastiel 2017).

2.5 Perché quotarsi?

A questo punto però, è naturale domandarsi quale sia la necessità del legislatore di trovare soluzioni per implementare e gestire i meccanismi di rafforzamento del controllo, limitando le possibili pratiche espopriative, pur di favorire l'ingresso delle imprese nel mercato azionario. Non sarebbe decisamente più semplice imporre il modello OSOV e far rimanere private le imprese che non hanno intenzione di allinearsi? Una risposta ragionevole può essere individuata indagando le ragioni sottostanti la decisione di intraprendere il percorso di quotazione in un mercato pubblico, tenendo bene a mente che il compito del legislatore è quello di favorire la crescita e lo sviluppo del paese, quindi dell'economia e del mercato del lavoro e non quello di fare sfoggio di una dottrina sì raffinata, ma che citando Schiuma 2024 (pag.752) "è *bella ma non balla*".

Un'analisi è proposta da Pagano et al. 1998, analizzando le IPO italiane e confrontandole con il mercato statunitense, ha ottenuto tre risultati abbastanza chiari a riguardo:

- è stata osservata una maggiore probabilità che le quotazioni si verifichino in momenti in cui le valutazioni di mercato di imprese simili già quotate sono molto alte. La "clusterizzazione" delle IPO è sicuramente un risultato ragionevole, come anche osservato da Ritter 1984 negli US e Loughran et al. 1994, Ljungqvist e Sargent 1995 in altri mercati. Bisogna però distinguere la ragione sottostante all'aumento delle IPO:

- le elevate necessità di investimento che caratterizzano un settore in un dato periodo storico;
- il tentativo dei proprietari di sfruttare le valutazioni eccessive per estrarre più valore dalla cessione di parte delle quote.

Gli autori osservano nel mercato italiano una riduzione di investimenti e profitabilità successivi alla quotazione, suggerendo che tra i moventi il secondo sia quello più plausibile.

- è stata anche osservata una maggiore dimensione e anzianità delle società italiane che intraprendono il percorso di quotazione rispetto alla controparte statunitense, citando Pagano et al. 1998(pag.61) ”the typical Italian IPO is 8 times larger and 6 times as old as the typical IPO in the United States”.

Poiché i costi ”fissi” di quotazione sono pressoché simili, gli autori cercano altrove le ragioni per questo fenomeno: una prima causa può essere la necessità di più ”capitale reputazionale” per compensare lo scarso livello di protezione degli azionisti di minoranza nella penisola. Zingales 1994,1995, infatti, rileva che le imprese italiane sono più propense a diluire il capitale degli azionisti di minoranza e che in Italia il valore del controllo sia molto più alto rispetto agli Stati Uniti. Seppur spesso ignorata, un’altra possibile motivazione è il costo implicito di una maggiore visibilità, soprattutto agli occhi delle autorità di vigilanza legali e fiscali.

- Infine, per le imprese, il contributo del mercato azionario italiano - in analogia con i mercati continentali europei - non è quello di finanziare la crescita e gli investimenti, ma è invece uno strumento utile per riassetare i bilanci dopo periodi di crescita e investimento. Nel mercato oltreoceano la tendenza è invece opposta, qui, infatti, a seguito di un’IPO le imprese sperimentano una crescita ”fenomenale” Mikkelsen et al. 1997. Inoltre, gli autori rilevano che quotarsi genera altri benefici non considerati precedentemente, quali la capacità di prendere capitale in prestito a tassi agevolati e un aumento degli istituti bancari disposti a cedere capitale in prestito.

In uno studio più recente, Carpenter e Rondi 2006, ottengono risultati simili a Pagano et al. 1998 per ciò che riguarda anzianità delle imprese, dimensione e crescita nelle IPO in Italia. Nello specifico, gli autori analizzano un pannello di imprese manifatturiere italiane quotatesi in un arco temporale di 23 anni (1977-1997), confrontandole non solo con un campione di riferimento statunitense ma anche tra di loro, dividendole in base a diversi criteri. Proprio questa analisi trasversale permette loro di identificare due modelli distinti: confrontano le imprese in base alla struttura di *governance* (affiliate a gruppi o indipendenti) e, soprattutto, in base al periodo storico della quotazione, separando le IPO degli anni Ottanta (pre-1990) da quelle degli anni Novanta.

Questa suddivisione temporale e strutturale fa emergere due tipologie di IPO:

- le *"old-style"*, tipiche degli anni ottanta, che descrivono perfettamente le IPO individuate precedentemente da Pagano et al. 1998. Non sono uno strumento utile per finanziare progetti di crescita, ma quanto un modo per diversificare il capitale del proprietario creando una *"window of opportunity"* in cui massimizzare i profitti derivanti dalla vendita. Gli imprenditori vedevano in questa scelta una possibilità di separare proprietà e controllo, attraverso strutture piramidali, e questo spiega anche come mai prevalevano nei mercati finanziari poco sviluppati e poco protettivi nei confronti degli azionisti di minoranza.
- le *"new-style"*, che hanno caratterizzato gli anni novanta. Sono più simili alle IPO americane e riguardano imprese tipicamente più piccole, che intendono effettivamente intraprendere progetti di crescita, aiutate dal *de-leverage* e dal ribilanciamento della struttura di capitale. In questo caso la scarsa disciplina in termini di tutela degli azionisti di minoranza e la minor prosperità del mercato in generale può rendere più difficile e costosa la quotazione, tuttavia una più chiara struttura proprietaria e l'assenza di strutture piramidali (tipiche invece nelle *"old-firms"*) può essere un segnale per il mercato di minor rischio di espropriazione, agendo da stimolo per la domanda di *equity* dagli investitori.

Il cambiamento di rotta osservato negli anni novanta può essere attribuito ai cambiamenti nel sistema legislativo e fiscale avvenuti in questi anni, tuttavia, come concludono gli autori, il divario tra il mercato americano e il mercato continentale europeo rimane netto se si paragonano il capitale raccolto in proporzione agli asset e il tasso di crescita post-IPO.

Un'altra osservazione importante è stata data da Ritter e Welch 2002 in una rassegna sulle IPO statunitensi: molte imprese scelgono di quotarsi anche per favorire la liquidità delle azioni e creare un mercato secondario che consenta agli azionisti fondatori e ai primi investitori (*venture capitalist, private equity*) di disinvestire gradualmente.

Concludendo, perlomeno almeno in Italia, la quotazione non rappresenta necessariamente uno strumento di accelerazione della crescita, bensì una scelta legata più a considerazioni di *governance* e di reputazione, oltre che all'esigenza di rafforzare il capitale proprio.

Quindi, per quanto determinate discussioni di *corporate governance* siano centrali nella letteratura teorica, talvolta, le ragioni dietro al mancato funzionamento di un mercato vanno cercate altrove, magari anche in ragionamenti di *"behavioral finance"*, come l'alfabetizzazione finanziaria della popolazione (sicuramente un punto a sfavore per gli abitanti della penisola), o in fattori di contesto, come l'assenza di investitori istituzionali specializzati in *"venture capital"* come osservava il *The Economist* (25 gennaio 1997).

3 La borsa italiana, i meccanismi di controllo e le dual-class shares

Agli inizi del XX secolo, la Borsa di Milano si afferma tra i mercati locali come il principale mercato dei capitali sul suolo nazionale (Abrardi e L. Rondi 2020). Tuttavia, gli eventi storici osservati in questo periodo e la tradizione bancocentrica radicata nelle società Italiane, non hanno permesso uno sviluppo significativo del mercato (Carpenter e Rondi 2006).

Nel primo dopoguerra la Borsa di Milano osservò un periodo di forte instabilità, aggravata dalla crisi del 1929 e la conseguente creazione dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI). L'acquisizione di ampie quote di capitale industriale da parte di questa istituzione pubblica relegò definitivamente il mercato azionario ad un ruolo marginale nel finanziamento della crescita industriale (Abrardi e L. Rondi 2020). Il boom economico osservato nel secondo dopoguerra diede nuova linfa al mercato, che osservò una rilevante crescita, seppur in un contesto ancora caratterizzato da elevata concentrazione proprietaria ed a forte trazione bancaria (Carpenter e Rondi 2006). Negli anni settanta la borsa di Milano aveva quasi completamente annullato la funzione di finanziamento della crescita industriale, il mercato serviva solo per i trasferimenti dei pacchetti di controllo e per transazioni di natura speculativa (Abrardi e L. Rondi 2020). Inoltre, la rilevanza del fenomeno era amplificata da una quasi inesistente tutela nei confronti degli azionisti di minoranza (Dyck e Zingales 2004), per la quale, in vero, si dovrà attendere la fine degli anni novanta con il Testo Unico della Finanza (TUF)(Salvi et al. 2019). Infine, la consapevolezza di una gestione per niente limpida e soprattutto inefficace, spinse il legislatore ad istituire la Commissione Nazionale per le società e la borsa (CONSOB), con la legge n.216 del 1974 (Carpenter e Rondi 2006).

Negli anni novanta, la privatizzazione delle grandi imprese statali favorì un rilevante sviluppo del mercato (Carpenter e Rondi 2006). Inoltre, la consapevolezza del legislatore di dover agire per rendere più competitivo il mercato dei capitali avviò una serie di riforme strutturali che diedero vita alla configurazione attuale della Borsa Italiana. Con il d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415 fu previsto l'avvio di una procedura di privatizzazione del mercato borsistico Italiano. In questo contesto, nel 1997 nasce Borsa Italiana S.p.A. con sede a Milano, che a partire dal 2 Gennaio 1998 è operativa come unica piazza di scambio in Italia ⁵. Borsa Italiana S.p.A. gestisce il Mercato Telematico Azionario (MTA), il Mercato telematico delle obbligazioni e dei Titoli di Stato (MOT), il mercato per i derivati (IDEM), gli ETF e gli strumenti innovativi (ETFPlus). Come in tutti i mercati occidentali, alla fine degli anni novanta si osserva una crescita rilevante, dovuta all'entusiasmo intorno alle "dot-com", che diede vita al *Nuovo mercato*, dedicato alle piccole e medie imprese innovative. Come è noto, questo fenomeno si rivelò una bolla speculativa di vita breve e, in tempo ancor più breve, svanirono le giovani imprese innovative quotate e poi l'intero *Nuovo Mercato*(Carpenter e Rondi

⁵<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/storia/home/page.htm>

2006). Un triennio positivo dal 2003 al 2006 culmina, nel 2007, con la la fusione con il London Stock Exchange (LSE), con l'obiettivo di rafforzare l'integrazione dei mercati europei ed aumentare liquidità e competitività (Abrardi e L. Rondi 2020). In questo periodo nascono mercati innovativi, con procedure e obblighi semplificati, finalizzati ad incentivare la quotazione di piccole imprese (AIM Italia). La visione di un futuro roseo e prospero fu prontamente abbattuta dalla crisi economica e il mercato ebbe una significativa compressione nel numero delle società quotate e nella capitalizzazione (Abrardi e L. Rondi 2020).

Infine, dopo la Brexit, il gruppo LSE ha deciso di cedere Borsa Italiana S.p.A. che, insieme con Monte Titoli e MTS, viene rilevata dal gruppo Euronext N.V. in cordata con Cdp Equity⁶ e Intesa Sanpaolo. Il trasferimento è completato il 29 aprile 2021, in un'operazione complessiva di 4,444 miliardi di euro, con il contestuale ingresso di CdP (con il 7,31%) e Intesa Sanpaolo (con l' 1,3%) nell'azionariato di Euronext N.V⁷.

Attualmente, Borsa Italiana S.p.A. gestisce i seguenti mercati per i titoli azionari⁸:

- **Euronext Growth Milan** – MTF, Growth Market è dedicato alle PMI dinamiche e competitive grazie a un approccio regolamentare equilibrato, offrendo un percorso di quotazione calibrato sulla struttura delle PMI, basandosi sulla figura dell'Euronext Growth Advisor.
- **Segmento Professionale** - all'interno di Euronext Growth Milan, è dedicato alle PMI che desiderano accedere ai mercati con un approccio graduale ed a start-up e scale-up che hanno avviato commercializzazione da meno di un anno. Si basa sulla figura dell'Euronext Growth Advisor.
- **Euronext Milan** - si rivolge alle imprese di media e grande capitalizzazione. Euronext Milan è il mercato regolamentato allineato alle *best practice* internazionali, porta di accesso per investitori globali.
- **Euronext STAR Milan** - Segmento Titoli Alti Requisiti, all'interno del mercato Euronext Milan è dedicato alle piccole e medie imprese che aderiscono a stringenti requisiti, apprezzati dagli investitori globali, in termini di *Governance*, Trasparenza e Liquidità.
- **Euronext MIV Milan** - è 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.

⁶Cdp Equity è una holding di investimento, costituita nel 2011 e interamente partecipata da Cassa Depositi e Prestiti(<https://www.cdp.it/sitointernet/it/homepage.page>)

⁷Comunicato Stampa, 29 aprile 2021: <https://www.euronext.com/>

⁸<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/mercati-landingpage/mercati.htm>

3.1 Il ruolo della CONSOB

Nell’evoluzione e, soprattutto, nell’armonizzazione della normativa italiana con quella comunitaria, è stato cruciale il contributo della Commissione Nazionale per le società e la borsa (CONSOB).

La CONSOB nacque con la Legge n. 216 del 7 Giugno 1974, in risposta a un’esigenza profonda di trasformazione della vigilanza sul mercato mobiliare. La dottrina ha sottolineato come l’istituzione di un organo indipendente non fosse un mero trasferimento di competenze, ma rispondesse a una ”filosofia” di riforma: superare i limiti di un controllo, quello del Ministero del Tesoro, di natura puramente politica e amministrativa, per affidarsi a un organo tecnico dotato di specializzazione, continuità e prontezza operativa (Capriglione 1975).

Il percorso verso la piena autonomia fu graduale. Sebbene la personalità giuridica di diritto pubblico giunse nel 1983, la svolta normativa è rappresentata dalla Legge n. 281 del 1985, che conferì alla CONSOB poteri cruciali sui prospetti informativi, trasformandola nel garante della trasparenza per le società quotate. Successivamente, la Legge n. 1 del 1991 sulle Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) ne ampliò il raggio d’azione a tutti gli intermediari.

La riforma più rilevante giunse, però, con l’emanazione del D.lgs. 58/1998, il Testo Unico della Finanza (TUF). La letteratura giuridica è concorde nel definire il TUF come il momento della ”sistematizzazione organica” dell’autorità (Annunziata 2017). Il TUF, infatti, consolidò e riorganizzò i poteri della CONSOB, definendone compiutamente il ruolo di autorità nazionale di riferimento attraverso l’attribuzione di un pacchetto integrato di poteri:

- **Regolamentazione**, può emanare normative secondarie, esecutive e attuative;
- **Vigilanza**, come già definito in precedenza, ha il compito di controllare la condotta di società quotate e intermediari nel mercato Italiano;
- **Sanzione**, può multare e inibire operatori scorretti.

Il primo decennio degli anni 2000 segnò una profonda ”europeizzazione” del diritto finanziario, che trasformò la natura stessa dei poteri della CONSOB. L’armonizzazione tramite direttive, come la Market Abuse Directive (2003) (MAD), la Prospectus Directive (2003), la Transparency Directive (2004) e la Markets in Financial Instruments Directive(2004/2007) (MiFID), ha avuto un impatto che la dottrina ha definito ”rivoluzionario” (Lamandini 2005). L’autorità nazionale, in particolare nell’esercizio del potere sanzionatorio, mutò progressivamente ruolo, da legislatore del mercato nazionale a organo esecutivo e garante dell’applicazione del diritto comunitario, in un sistema di vigilanza sempre più integrato a livello europeo.

Le riforme del decennio 2010-2020 (come MiFID II/MiFIR, il Market Abuse Regulation (2016) (MAR) che sostituì la MAD e la SRD II) hanno proseguito su questa linea, rafforzando ulteriormente gli strumenti investigativi e sanzionatori della CONSOB per allinearli ai nuovi, e più severi, standard europei di *enforcement*.

3.2 Il Mercato

Il mercato dei capitali italiano non è mai stato particolarmente florido. Nella cultura italiana, l'acquisizione di capitale sociale nei mercati pubblici non è mai stata vista come una necessità fisiologica per la crescita dell'impresa, spesso affidata a finanziamenti privati o al debito e, come già discusso nei capitoli precedenti, le necessità che guidavano il percorso di quotazione sono spesso dettate dalle esigenze private degli azionisti di maggioranza, come quella di liberare della liquidità per diversificare gli investimenti personali oppure di sfruttare la liquidità del mercato azionario con il fine di consentire agli investitori privati di disinvestire facilmente. L'andamento del mercato nella storia recente sembra confermare queste tendenze già osservate in passato e confermate in letteratura(Pagano et al. 1998,Carpenter e Rondi 2006).

Nel 2007, prima che scoppiasse la crisi economica, le imprese quotate erano 301 e la capitalizzazione di mercato superava 700 miliardi di euro, circa il 48% del PIL(Abrardi e L. Rondi 2020). Da quel momento, il numero di imprese quotate sul mercato principale è gradualmente diminuito (come descritto in figura3) fino alle 196 del 2024.

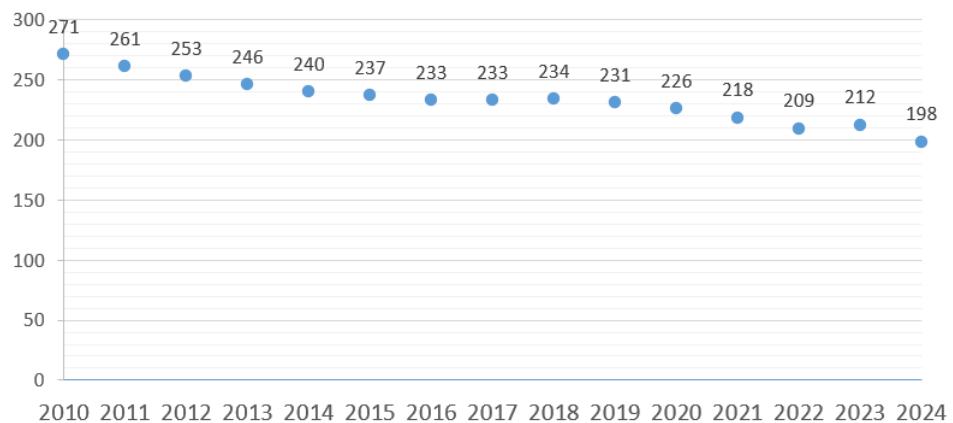


Figura 3: Numero di società quotate nel Mercato Telematico azionario
Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Bollettino statistico n. 27 (Luglio 2025)*

Chiaramente, la crisi ha influito parimenti sulla capitalizzazione totale del mercato, in riduzione costante fino al 2011.

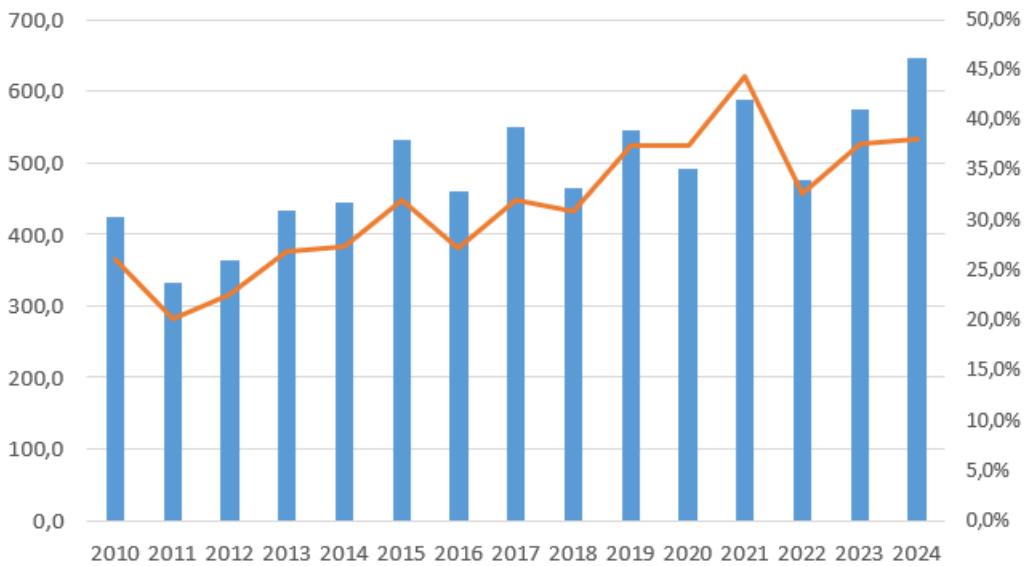


Figura 4: Capitalizzazione di mercato (in blu) e rapporto della capitalizzazione sul PIL (in arancione)

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Bollettino statistico n. 27 (Luglio 2025)*

Come descritto nella figura4, il mercato si è lentamente ripreso dal 2012 in poi, seppur non in maniera costante.

La tabella2 fornisce interessanti informazioni sull'attuale struttura del mercato principale italiano. Innanzitutto, si osserva come il 17% delle società quotate, quelle che costituiscono l'indice FTSE MIB, rappresenti oltre l'80% della capitalizzazione di mercato. Un altro dato rilevante è la centralità del settore finanziario che, pur rappresentando solo il 20,9% delle imprese quotate, contribuisce al 44% della capitalizzazione. Si nota, infine, una notevole presenza di PMI⁹ che, tuttavia, rappresentano solo il 5,6% della capitalizzazione di mercato.

Delle 135 società definite come PMI, solo la metà è inclusa all'interno di indici di mercato. In particolare, 56 appartengono all'indice *STAR* e 13 al **Mid Cap**. In figura5 è riassunta la composizione dei principali indici rappresentativi del mercato italiano.

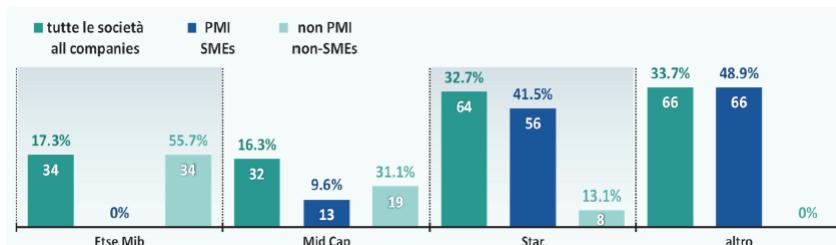


Figura 5: Società quotate Italiane per indice di mercato

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024), pag.17.*

⁹Imprese con una capitalizzazione media nell'ultimo triennio inferiore a un miliardo di euro, ai sensi dell'art. 1, comma 1,lett. w-quater.1 del d.lgs. 58/1998 (TUF), modificato dalla legge 21/2024

| 2024 | Totale | Ftse Mib | Mid Cap | STAR | altro |
|---|-------------|-----------------|---------|--------|---------|
| <i>Società</i> | | | | | |
| numero | 196 | 34 | 32 | 64 | 66 |
| % totale | 100,0 | 17,3 | 16,3 | 32,7 | 33,7 |
| <i>Capitalizzazione (azioni ordinarie; mln di euro)</i> | | | | | |
| media | 3.288 | 15.917 | 2.993 | 491 | 117 |
| mediana | 321 | 8.676 | 1.614 | 271 | 55 |
| totale | 644.411 | 541.168 | 64.085 | 31.449 | 7.709 |
| % totale | 100,0 | 84,0 | 9,9 | 4,9 | 1,2 |
| 2024 | finanziario | non finanziario | | PMI | non PMI |
| <i>Società</i> | | | | | |
| numero | 41 | 155 | | 135 | 61 |
| % totale | 20,9 | 79,1 | | 68,9 | 31,1 |
| <i>Capitalizzazione (azioni ordinarie; mln di euro)</i> | | | | | |
| media | 6.950 | 2.312 | | 269 | 9.968 |
| mediana | 1.099 | 284 | | 145 | 5.007 |
| totale | 285.986 | 358.425 | | 36.328 | 608.083 |
| % totale | 44,4 | 55,6 | | 5,6 | 94,4 |

Tabella 2: Società quotate nel mercato Italiano per indice di mercato, natura e dimensione.

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

3.2.1 Euronext Growth Milan

Nel 2009, a seguito dell’acquisizione da parte dell’London Stock Exchange, venne introdotto anche in Italia un mercato dedicato alle PMI, sotto il nome di AIM Italia, ora Euronext Growth Milan. La Borsa di Londra, infatti, vantava un florido e vasto mercato dedicato alle PMI, istituito già nel 1995. L’idea è quella di incentivare le PMI ad aprirsi al mercato dei capitali, grazie a requisiti di ammissione meno stringenti in termini di capitale minimo e di *corporate governance*¹⁰. Dalla sua introduzione, il numero di società quotate è in costante crescita, mentre la capitalizzazione ha visto negli ultimi due anni una significativa contrazione probabilmente causata dalle crisi di inizio decennio.

¹⁰<https://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/euronext-growth-milan/home/caratteristiche.htm>

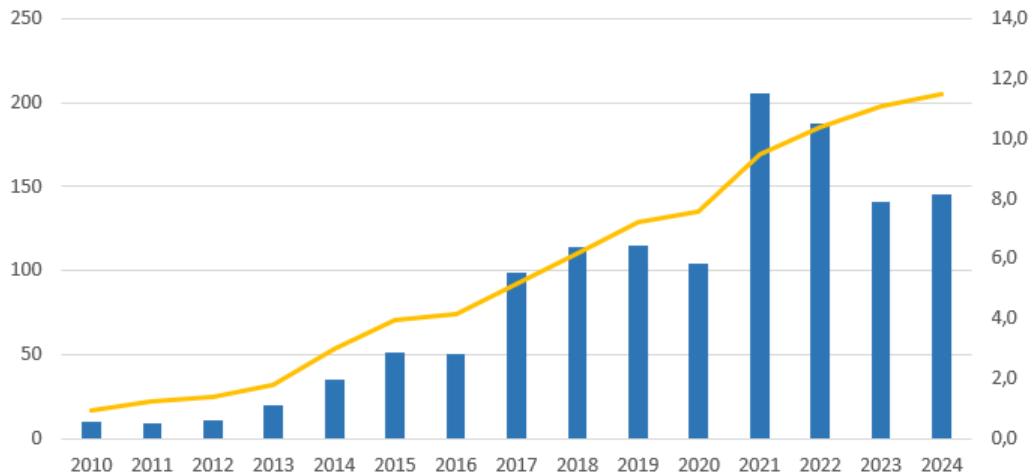


Figura 6: Capitalizzazione di mercato (in blu) e rapporto della capitalizzazione sul PIL (in giallo)

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Bollettino statistico n. 27 (Luglio 2025)*

3.3 Controllo

La concentrazione proprietaria rappresenta una delle caratteristiche strutturali più distintive del mercato azionario italiano. Il controllo societario è storicamente esercitato da un azionista dominante (spesso una famiglia imprenditoriale o lo Stato) che detiene una partecipazione significativa in termini di diritto di voto, assicurandosi la capacità di influenzare direttamente le scelte strategiche dell'impresa.

La tabella 3 descrive sinteticamente l'andamento della distribuzione delle quote societarie tra azionisti rilevanti e mercato negli ultimi trent'anni. Il valore della quota media del primo azionista, sostanzialmente stabile nel tempo e molto vicino al 50%, evidenzia l'intenzione degli imprenditori italiani di mantenere ben saldo il controllo sulle società, anche a seguito di quotazione. È interessante la marcata riduzione della quota media ponderata; questo valore, infatti, tiene conto del contributo delle imprese in termini di capitalizzazione e questa riduzione è certamente imputabile ad una maggiore apertura delle grandi imprese quotate al mercato.

| | | 1998 | 2011 | 2019 | 2023 | 2024 |
|------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|------|
| Primo azionista | | | | | | |
| | quota media | 48,7 | 46,1 | 47,8 | 49,1 | 48,2 |
| | quota media ponderata | 34,7 | 35,7 | 31,9 | 30,5 | 26,7 |
| Altri azionisti rilevanti | | | | | | |
| | quota media | 14,7 | 17,6 | 12,2 | 12,6 | 13,6 |
| | quota media ponderata | 10,0 | 11,4 | 8,3 | 9,5 | 11,0 |
| Mercato | | | | | | |
| | quota media | 36,5 | 36,3 | 40 | 30,3 | 38,2 |
| | quota media ponderata | 55,3 | 52,9 | 59,8 | 59,9 | 62,3 |
| Partecipazione di controllo | | | | | | |
| | quota media | 51,7 | 49,7 | 49 | 51,2 | 50,2 |
| | quota media ponderata | 35,0 | 35,7 | 30,8 | 32,4 | 28,6 |

Tabella 3: Concentrazione proprietaria nelle società quotate Italiane
Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

La conferma di questa ipotesi è osservabile nella tabella4, che descrive come nelle società quotate a maggior capitalizzazione, incluse nell'indice FTSE MIB, la quota del primo azionista sia nettamente inferiore, seppur sempre molto vicina alla quota necessaria per detenere il controllo.

| 2024 | | totale società | Ftse Mib | Mid Cap | STAR | altro |
|------------------------------------|-----------------------|-----------------|---------------------------|---------|-----------------------------|-------|
| Primo azionista | | | | | | |
| | quota media | 48,2 | 26,7 | 57,4 | 46,7 | 56,3 |
| | quota media ponderata | 26,7 | 21,2 | 58,1 | 50,6 | 54,1 |
| Altri azionisti rilevanti | | | | | | |
| | quota media | 13,7 | 14,3 | 10,4 | 14,6 | 13,8 |
| | quota media ponderata | 11,0 | 10,7 | 10,6 | 13,0 | 22,3 |
| Mercato | | | | | | |
| | quota media | 38,2 | 59,0 | 32,2 | 38,7 | 29,9 |
| | quota media ponderata | 62,3 | 68,0 | 31,3 | 36,4 | 23,5 |
| Partecipazione di controllo | | | | | | |
| | quota media | 50,2 | 31,5 | 58,3 | 48,4 | 57,8 |
| | quota media ponderata | 28,6 | 23,2 | 59,2 | 52,7 | 57,0 |
| 2024 | quota media | Primo azionista | Altri azionisti rilevanti | Mercato | Partecipazione di controllo | |
| | PMI | 52,4 | 13,8 | 33,8 | 53,8 | |
| | non PMI | 38,9 | 13,2 | 47,9 | 42,4 | |

Tabella 4: Concentrazione proprietaria nelle società quotate Italiane
Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Per aggiungere un ulteriore livello di dettaglio all'analisi, è utile approfondire l'identità dei soggetti che esercitano effettivamente il controllo sulle imprese quotate nel mercato italiano. A tal fine, la CONSOB ha introdotto di recente la nozione di Ultimate controlling agent (UCA), volta a individuare in maniera univoca l'entità — famiglia, ente pubblico o istituzione — che detiene il controllo ultimo della società.

L'analisi della composizione degli Ultimate controlling agent (UCA) nelle società quotate italiane evidenzia la persistenza del modello di controllo familiare, pur con alcune evoluzioni negli ultimi anni. Come mostrato nella figura7, le famiglie continuano a rappresentare la principale categoria di azionisti di riferimento, con una presenza stabile intorno al 60% del totale delle società nel periodo 2012-2024. Tale incidenza si mantiene pressoché costante, a conferma della centralità del capitalismo familiare nel sistema produttivo italiano. Tuttavia, la loro quota di capitalizzazione di mercato tende a ridursi nel tempo, passando da oltre il 26% nel 2012 al 23,8% nel 2024, segnalando che le imprese a controllo familiare, seppur numerose, hanno in media una dimensione relativamente inferiore.

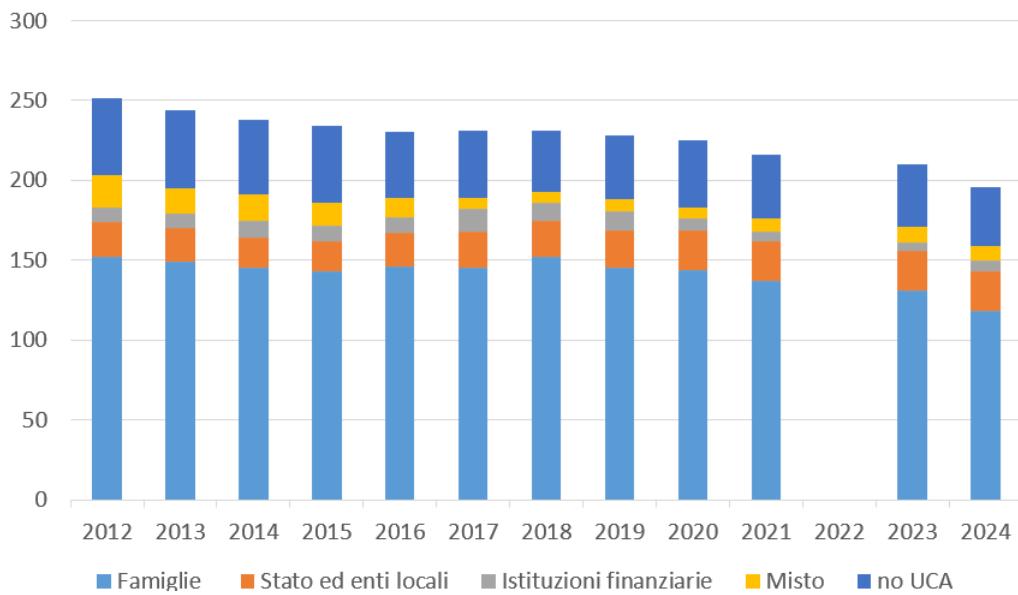


Figura 7: Ultimate controlling agent nelle imprese quotate Italiane
 Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Si osserva un lieve incremento nel numero di società a controllo statale, la cui presenza passa dall'8,8% delle società nel 2012 al 12,8% nel 2024. La presenza di grandi gruppi strategici attivi nei settori dell'energia, delle infrastrutture e dei servizi rendono lo Stato un punto fermo del mercato dei capitali Italiano e, nonostante un trend decrescente, le imprese a controllo statale rappresentano ancora il 33% della capitalizzazione.

Restano marginali le società controllate da istituzioni finanziarie, che si attestano mediamente intorno al 3 – 4% del totale, e quelle con un UCA di tipo misto, inferiori al 5%, entrambe con una capitalizzazione di mercato complessiva inferiore al 2%.

Infine, il numero di società per le quali non è possibile individuare un controllante ultimo (no UCA) risulta stabile nel tempo, oscillando tra il 18% e il 20% del totale; tuttavia, la loro capitalizzazione di mercato mostra un trend crescente, raggiungendo il 43,1% nel 2024. Questo dato suggerisce che, sebbene le società a proprietà diffusa rappresentino ancora una minoranza in

termini numerici, esse comprendono le realtà di maggiori dimensioni e più elevate quotazioni, tipiche di modelli di *governance* maggiormente orientati al mercato.

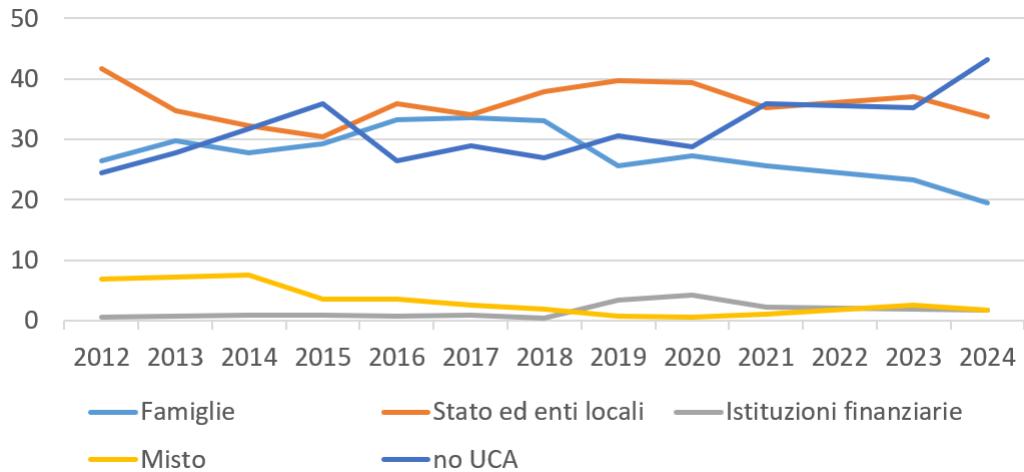


Figura 8: Capitalizzazione per Ultimate controlling agent

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

I dati rilevati dalla CONSOB, proposti in figura 9, forniscono un’ulteriore conferma di come le PMI siano in maggioranza a controllo familiare e, in generale, meno propense a cedere il controllo al mercato.



Figura 9: Capitalizzazione per Ultimate controlling agent

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024), pag. 18*.

3.4 Investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali (fondi comuni e pensione, assicurazioni, hedge funds) rappresentano attori cruciali nei moderni mercati dei capitali. La letteratura classica sulla *corporate governance*, partendo dalla teoria dell’agenzia (Meckling e Jensen 1976), ha identificato in loro un potenziale meccanismo di risoluzione dei conflitti tra una proprietà diffusa e il management.

A differenza degli azionisti individuali, spesso ”razionalmente apatici” (Downs 1957) a causa degli alti costi di monitoraggio rispetto ai benefici

individuali, gli investitori istituzionali possiedono le risorse e le competenze per esercitare un controllo efficace. Detenendo quote significative, essi hanno l'incentivo a superare il problema del *free-riding* e a utilizzare la "voce" (voice) – tramite l'esercizio del voto o l'attivismo – anziché limitarsi all'"uscita" (exit) (Hirschman 1972), riducendo potenzialmente i comportamenti opportunistici del management.

Tuttavia, il dibattito accademico più recente ha sfumato questa visione. La letteratura evidenzia una crescente eterogeneità all'interno della categoria, l'ascesa degli investitori passivi (es. fondi indicizzati), focalizzati sulla replica dei *benchmark*, solleva dubbi sui loro reali incentivi al monitoraggio attivo rispetto, ad esempio, agli *hedge fund* attivisti (Coffee Jr, Palia et al. 2016). Inoltre, gli stessi gestori istituzionali possono essere soggetti a conflitti di interesse o a logiche di *short-termism*, che non sempre si allineano con la creazione di valore a lungo termine per l'intera compagnie azionarie.

In linea con il tardivo sviluppo generale del mercato Italiano, la presenza di investitori istituzionali nel 2024 è ancora limitata, come descritto nella sintesi riporta in figura10.



Figura 10: Investitori istituzionali nel mercato Italiano

Fonte: Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024), pag.19.

Osservando la loro presenza nel tempo, in tabella5, si nota come il numero di investitori istituzionali Italiani si sia nettamente ridotto e che, invece, quelli esteri hanno gradualmente intensificato la loro presenza nel mercato.

Società con almeno un investitore istituzionale

| | numero società | di cui Italiani | quota media | di cui stranieri | quota media |
|------|----------------|-----------------|-------------|------------------|-------------|
| 2010 | 78 | 28,9% | 47 | 17,4% | 6,8% |
| 2011 | 75 | 28,8% | 48 | 18,5% | 6,7% |
| 2012 | 67 | 26,7% | 39 | 15,5% | 7,0% |
| 2013 | 66 | 27,0% | 32 | 13,1% | 6,9% |
| 2014 | 74 | 31,1% | 27 | 11,3% | 7,6% |
| 2015 | 68 | 29,1% | 18 | 7,7% | 7,8% |
| 2016 | 61 | 26,4% | 14 | 6,1% | 6,9% |
| 2017 | 60 | 26,0% | 12 | 5,2% | 7,6% |
| 2018 | 62 | 26,8% | 13 | 5,6% | 6,9% |
| 2019 | 67 | 29,4% | 14 | 6,1% | 7,2% |
| 2020 | 65 | 28,9% | 18 | 8,0% | 6,7% |
| 2021 | 55 | 25,5% | 18 | 8,3% | 7,2% |
| 2023 | 51 | 24,3% | 17 | 8,1% | 7,2% |
| 2024 | 53 | 27,0% | 16 | 8,2% | 9,4% |
| | | | | 42 | 21,4% |
| | | | | | 8,0% |

Tabella 5: Società quotate Italiane con almeno un investitore istituzionale

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Gli investitori istituzionali Domestici prediligono investimenti in Piccole e Medie Imprese e, nel 50% dei casi, scelgono imprese appartenenti al segmento STAR. Anche gli investitori istituzionali stranieri manifestano interesse per questa categoria di imprese, sebbene la loro attività sia principalmente focalizzata su imprese di grandi dimensioni, appartenenti agli indici FTSE MIB e MID Cap.

Entrambe le categorie, infine, orientano circa un terzo dei loro investimenti in imprese che operano nel settore finanziario. La rappresentazione completa delle partecipazioni nelle imprese italiane è riportata nella tabella16 in appendice A2.



Figura 11: Investitori istituzionali nel mercato Italiano

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*, pag.20.

Investitori istituzionali Italiani e stranieri presentano differenze nette anche nelle tipologie coinvolte. Gli *asset manager* costituiscono, per distacco, la principale categoria di investitore istituzionale estero. L'ingombrante presenza di questa tipologia di investitore istituzionale e il suo approccio tipicamente orientato allo *short-termism* ha influito in maniera significativa nei mercati europei(Bajo et al. 2020).

Seguono i fondi sovrani, di *private equity* e di *venture capital* ed infine banche e assicurazioni.

Per quanto riguarda gli investitori istituzionali italiani invece, i fondi sovrani, di *private equity* e di *venture capital* rappresentano la principale compagine. Banche e assicurazioni, che storicamente ricoprivano un ruolo fondamentale, hanno notevolmente ridotto la loro attività; nel 2011 contavano ben 46 partecipazioni rilevanti, nel 2024 solo 7. Infine, la presenza di *asset manager* italiani è quasi del tutto irrilevante.

| 2024 | | Italiani | Esteri | Totale |
|---|--------------------|----------|--------|--------|
| Asset manager | | | | |
| | partecipazioni | 2 | 32 | 34 |
| | <i>quota media</i> | 6 | 5,8 | 5,8 |
| Banche e assicurazioni | | | | |
| | partecipazioni | 7 | 8 | 15 |
| | <i>quota media</i> | 5,8 | 5,9 | 5,8 |
| Private equity, venture capital e fondi sovrani | | | | |
| | partecipazioni | 10 | 12 | 22 |
| | <i>quota media</i> | 6,7 | 5,5 | 6 |
| Totale | | | | |
| | partecipazioni | 19 | 52 | 71 |
| | <i>quota media</i> | 6,3 | 5,7 | 5,9 |

Tabella 6: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali per tipologia di investitore

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

3.5 Meccanismi di rafforzamento del controllo

Fino a metà degli anni '90 l'Italia spiccava tra i paesi europei, chiaramente in senso negativo, per l'accentuata separazione tra proprietà e controllo che caratterizzava le imprese quotate, ottenuta attraverso l'uso di specifici meccanismi di rafforzamento (CEMs), come gruppi piramidali, patti parasociali, azioni senza diritto di voto o spesso una combinazione di questi (Faccio e Lang 2002).

Questa dinamica, una quasi inesistente disciplina di tutela degli azionisti di minoranza e una frequente presenza di azionisti dominanti (tipicamente famiglie che possedevano oltre il 50% dei voti e del capitale), rendevano il mercato Italiano dei capitali inefficiente e sottosviluppato.

La trasformazione strutturale della normativa per le società quotate, avvenuta con la pubblicazione del Testo Unico della Finanza nel 1998, e una serie di altri provvedimenti promulgati nel primo decennio degli anni 2000 hanno fortemente ridotto l'utilizzo di questi strumenti nel contesto Italiano.

In tabella 7 è riportata una suddivisione del mercato in imprese controllate e non. La divisione rilevata è piuttosto netta, infatti, oltre 2/3 della capitalizzazione di mercato sono costituiti da imprese controllate: da un azionista di maggioranza che possiede oltre il 50% del capitale (*majority*

controlled), da un azionista che possiede o il 30% delle azioni ordinarie o una quota superiore al 20% e superiore a metà delle azioni ordinarie possedute dagli altri azionisti rilevanti(*weakly controlled*), da patti parasociali.

| Controlled companies | | | | | | | | | |
|----------------------|---------------------|-------------|-------------------|-------------|---|-------------|-------|-------------|--|
| | Majority controlled | | Weakly controlled | | Controlled by a shareholders' agreement | | TOTAL | | |
| | N. | %market cap | N. | %market cap | N. | %market cap | N. | %market cap | |
| 1998 | 122 | 31,2 | 33 | 21,8 | 28 | 8,3 | 183 | 61,3 | |
| 2010 | 128 | 20,6 | 53 | 43 | 51 | 12,4 | 232 | 76 | |
| 2011 | 123 | 22,3 | 55 | 45,8 | 48 | 12 | 226 | 80,1 | |
| 2012 | 125 | 22,8 | 49 | 44 | 42 | 10,1 | 216 | 76,9 | |
| 2013 | 122 | 24,1 | 48 | 40,1 | 38 | 10,2 | 208 | 74,4 | |
| 2014 | 116 | 25,0 | 51 | 36,8 | 32 | 9,6 | 199 | 71,4 | |
| 2015 | 115 | 28,1 | 52 | 34,8 | 30 | 6 | 197 | 77,7 | |
| 2016 | 116 | 27,2 | 53 | 43,6 | 29 | 6,5 | 198 | 73,5 | |
| 2017 | 120 | 29,8 | 57 | 39,8 | 22 | 5,3 | 199 | 77,4 | |
| 2018 | 123 | 29,7 | 57 | 42,3 | 23 | 5,3 | 203 | 78,6 | |
| 2019 | 115 | 22,9 | 57 | 43,6 | 24 | 5,9 | 196 | 72,4 | |

| Non-controlled companies | | | | | | | | | |
|--------------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|-------|-------------|--|
| | Cooperative companies | | Widely held | | Non-widely held | | TOTAL | | |
| | N. | %market cap | N. | %market cap | N. | %market cap | N. | %market cap | |
| 1998 | 10 | 3,1 | 10 | 24,1 | 13 | 11,5 | 33 | 38,7 | |
| 2010 | 8 | 3,4 | 11 | 20,3 | 19 | 0,3 | 38 | 24 | |
| 2011 | 8 | 3,2 | 8 | 16,4 | 18 | 0,3 | 34 | 19,9 | |
| 2012 | 8 | 3,2 | 10 | 19,2 | 17 | 0,7 | 35 | 23,1 | |
| 2013 | 8 | 3,3 | 10 | 21,6 | 18 | 0,5 | 36 | 25,4 | |
| 2014 | 8 | 4 | 13 | 24 | 18 | 0,5 | 39 | 28,5 | |
| 2015 | 7 | 3,2 | 15 | 27,3 | 15 | 0,6 | 37 | 31,1 | |
| 2016 | 4 | 1,3 | 14 | 20,6 | 14 | 0,7 | 32 | 22,6 | |
| 2017 | 2 | 0,5 | 16 | 23,5 | 14 | 1,1 | 32 | 25,1 | |
| 2018 | 2 | 0,5 | 13 | 20,5 | 13 | 1,6 | 28 | 22,6 | |
| 2019 | 2 | 0,4 | 19 | 25,3 | 11 | 1,9 | 32 | 27,6 | |

Tabella 7: Modelli di controllo delle imprese quotate Italiane
Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2019)*.

3.5.1 Azioni senza diritto di voto

Le azioni senza diritto di voto, o azioni di risparmio, sono state introdotte in Italia dall'articolo 14 della legge n.216 del 7 giugno 1974. Successivamente, il TUF ha rafforzato le tutele nei confronti degli azionisti che le possedevano, introducendo l'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio, un organo con il compito di approvare le delibere dell'assemblea generale che pregiudicano i loro diritti. È stata anche istituita la figura del rappresentante comune, eletto dall'assemblea speciale, con il compito di

provvedere all’attuazione delle delibere e di tutelare gli interessi dei possessori di azioni di risparmio nei confronti della società.

L’impiego di azioni di risparmio è gradualmente diminuito nel tempo, principalmente per due motivazioni:

- la preferenza di investitori istituzionali verso imprese che seguono il principio *One Share-One Vote*;
- il drastico calo dei tassi di interesse che, come riportato da Bigelli e Croci 2013, ha reso il privilegio del dividendo obbligatorio troppo costoso per le società emittenti.

In Bigelli, Mehrotra et al. 2011, in linea con questa osservazione, viene riscontrata la tendenza delle società di tornare sulla struttura OSOV, attraverso unificazioni di classi azionarie. La marcata riduzione nell’utilizzo di questo strumento è riscontrata dai dati CONSOB, riportati in figura 12.

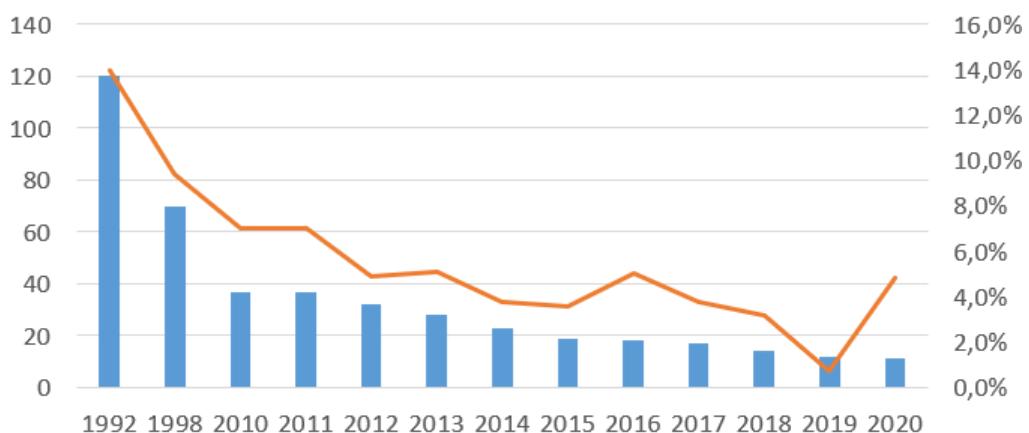


Figura 12: Utilizzo di azioni senza diritto di voto nelle società quotate italiane (in blu) e valore medio del capitale sociale che rappresentano (in arancione)
Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

L’efficacia di questo strumento come CEMs è, comunque, ancora rilevante, sebbene, come osservabile in figura 13, il numero di imprese controllate con azioni senza voto e la capitalizzazione che rappresentano siano costantemente in diminuzione. Un’altra peculiare caratteristica è la maggior diffusione di questo strumento nelle imprese del settore industriale; questa tendenza è desumibile dalla maggior presenza di famiglie nel ruolo di UCA per le imprese di questo settore e la loro tendenza ad utilizzare CEMs.

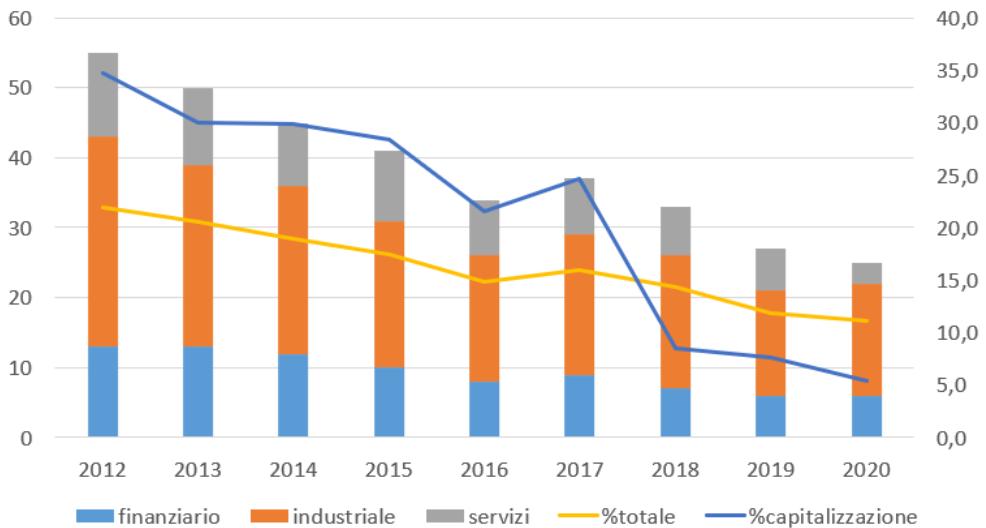


Figura 13: Società quotate Italiane controllate attraverso azioni senza diritto di voto, valore percentuale sul totale delle imprese e capitalizzazione percentuale sul totale del mercato

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

3.5.2 Patti parasociali

I patti parasociali erano considerati validi in base al principio generale della autonomia contrattuale definito nell'articolo 1322 c.c. e, come descritto da Enriques e Volpin 2007, hanno rappresentato un tratto distintivo del capitalismo relazionale Italiano. Poche luci e molte ombre sul loro utilizzo da parte dei soci di maggioranza hanno spinto il legislatore ad introdurre una normativa specifica per tale strumento, applicata alle sole società quotate. Dal 1998, quindi, rispondono agli articoli 122 e 123 del Testo Unico della Finanza. L'articolo 122, comma 1 impone la pubblicità dei patti; citando:

"I patti, in qualunque forma stipulati, aventi per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società con azioni quotate e nelle società che le controllano entro cinque giorni dalla stipulazione sono:

- a) comunicati alla CONSOB;
- b) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana;
- c) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale;
- d) comunicati alle società con azioni quotate."

Nel comma 5, inoltre, vengono definite in maniera precisa le fattispecie a cui si applica l'articolo.

L'articolo 123 regola la durata temporale, imponendo il limite massimo di tre anni, ma consentendo il rinnovo. Viene anche contemplata la possibilità di stipulare patti a tempo indeterminato, in tal caso però, ciascun contraente ha la possibilità di recedere fornendo un preavviso di sei mesi.

Come riportato in tabella7, nonostante l'inasprimento della normativa a riguardo, il numero di imprese controllate attraverso patti parasociali

è aumentato nel periodo 1998-2010. Questo incremento è parzialmente giustificato dalle coalizioni nate per assicurare il controllo ai nuovi proprietari nel processo di privatizzazione avvenuto in questo periodo. Nel 2010, con la delibera n.17221 del 12 marzo 2010, la CONSOB ha introdotto una più rigida disciplina in merito alle transazioni con parti correlate e grazie anche alla crescente presenza degli investitori istituzionali, che come risaputo, non vedono di buon grado le pratiche che potrebbero contrastare il trasferimento del controllo, l'uso di questo strumento si è significativamente ridotto sia in termini numerici che, soprattutto, in proporzione alla capitalizzazione di mercato. I dati più aggiornati sulla tematica, contenuti nel Rapporto sulla *Corporate Governance* delle società quotate italiane del 2019 pubblicato sul sito della CONSOB, rilevano 24 società controllate attraverso patti parasociali, corrispondenti al 5,9% della capitalizzazione di mercato.

3.5.3 Gruppi piramidali e misti

Un altro meccanismo chiave, che ha caratterizzato il tessuto societario Italiano tra gli anni '90 e il primo decennio degli anni 2000, è rappresentato da gruppi piramidali e misti. Come riscontrato da Bianchi e Bianco 2006, le riforme volte ad incrementare la protezione nei confronti degli azionisti di minoranza avvenute in quel periodo hanno gradualmente scoraggiato l'utilizzo di questo strumento. Nel 1998 l'impiego di questo strumento interessava circa 36,1% delle imprese quotate. Inoltre, l'elevato valore che queste imprese rappresentavano in termini di capitalizzazione di mercato, pari al 75%, descriveva come i gruppi piramidali fossero uno strumento tipico nelle grandi imprese.

Nel 2020, l'ultimo anno per cui è riportata la statistica nei report CONSOB, le società quotate appartenenti a gruppi piramidali si attestava al 10,7%. La quota di capitalizzazione rappresentata, pari al 21,5% conferma la stabile diffusione di questo strumento nelle grandi imprese, sebbene anche in questo caso il valore sia sostanzialmente diminuito dal picco del 1998.

| | % totale | %capitalizzazione di mercato | | % totale | %capitalizzazione di mercato |
|-------------|----------|---------------------------------|-------------|----------|---------------------------------|
| 1998 | 36,1 | 75,0 | 2015 | 13,7 | 40,6 |
| 2010 | 15,6 | 43,4 | 2016 | 13,0 | 38,6 |
| 2011 | 16,2 | 51,6 | 2017 | 12,1 | 36,9 |
| 2012 | 17,1 | 60,1 | 2018 | 12,1 | 36,0 |
| 2013 | 15,2 | 33,3 | 2019 | 11,0 | 28,5 |
| 2014 | 14,7 | 43,2 | 2020 | 10,7 | 21,5 |

Tabella 8: Presenza di gruppi piramidali nel mercato dei titoli Italiano
Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Dettagliando ulteriormente la struttura dei gruppi, come riportano i dati in tabella 9, si nota un trend negativo anche nel numero di società che mediamente compongono un gruppo, che passa da 3,3 nel 1998 a 2,4 nel 2020. I dati CONSOB riportano due parametri aggiuntivi utili per estendere la descrizione del fenomeno:

- la "leva", misura l'effetto moltiplicatore che la struttura piramidale garantisce a chi si trova al vertice. Le normative introdotte ad inizio millennio hanno influito nella significativa riduzione di questo parametro, che dal 2015 in poi si attesta intorno ad 1,6;
- il "wedge", rappresenta la divergenza tra i diritti di voto (controllo) e i diritti ai flussi di cassa (proprietà) dell'azionista di controllo. È la misura quantitativa diretta della separazione tra proprietà e controllo. In maniera del tutto analoga, anche questo indicatore ha subito una netta diminuzione nel corso del tempo.

| | N. | Leva | Wedge | | N. | Leva | Wedge |
|-------------|-----|------|-------|-------------|-----|------|-------|
| 1998 | 3,3 | 3,5 | 24,2 | 2015 | 2,8 | 1,6 | 12,8 |
| 2010 | 2,9 | 1,9 | 16,8 | 2016 | 2,8 | 1,7 | 13,6 |
| 2011 | 3,1 | 2,2 | 17,1 | 2017 | 2,9 | 1,6 | 12,3 |
| 2012 | 3,1 | 2,3 | 17,9 | 2018 | 2,7 | 1,6 | 12,7 |
| 2013 | 3,1 | 2,3 | 16,9 | 2019 | 2,5 | 1,6 | 12,9 |
| 2014 | 2,9 | 1,8 | 15,9 | 2020 | 2,4 | 1,5 | 10,8 |

Tabella 9: Separazione tra proprietà e controllo nelle società quotate Italiane appartenenti a gruppi piramidali o misti

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2019)*.

3.5.4 Altre riforme rilevanti

Nel ventennio 1990-2010 ha visto la luce una serie di altre riforme rilevanti, sempre finalizzate a migliorare la trasparenza, l'efficienza e lo sviluppo del mercato dei capitali di rischio.

Il progressivo allineamento del mercato Italiano alle norme di "best practice" internazionali di *corporate governance*, ha favorito l'introduzione di un codice di autodisciplina. Il codice "Preda" (dal nome di Stefano Preda, allora presidente di Borsa Italiana che ne coordinò la stesura) è stato pubblicato nel 1999 con l'obiettivo di rendere le società quotate più trasparenti, efficienti e attraenti per gli investimenti, mitigando i rischi legati all'eccessiva concentrazione del potere nelle mani di pochi azionisti di controllo.

L'obiettivo primario non era imporre regole rigide, ma importare un modello basato sul principio volontaristico del "comply or explain", spingendo le società a giustificare al mercato le proprie scelte di *governance*. Il codice ha subito un'evoluzione costante nel tempo. La trasformazione più radicale si è concretizzata con il nuovo Codice di *Corporate Governance* del 2020, in cui è stata abbandonata la logica della sola creazione di valore per gli azionisti, per abbracciare il concetto olistico di "successo sostenibile". Questo nuovo paradigma impone agli organi di amministrazione di integrare nelle strategie aziendali anche gli interessi degli altri *stakeholder* e i fattori Environmental, Social, Governance (ESG). Come riscontrato nella Relazione

2024 sull’evoluzione della *corporate governance* delle società quotate¹¹, a fine 2023, il 97% delle società italiane con azioni quotate sul mercato Euronext Milan (EXM) ha dichiarato formalmente di aderire al nuovo Codice di *Corporate Governance*. La scelta di non aderire è limitata a pochi casi (7 società) ed è generalmente motivata dalle ridotte dimensioni della società (6 società sono “non grandi”)

Agli inizi degli anni 2000, il mercato italiano fu profondamente scosso dai crac di Parmalat e Cirio, entrambi terminati con il fallimento delle rispettive società e la condanna di entrambi i patron, Callisto Tanzi e Sergio Cragnotti, per bancarotta fraudolenta. Il legislatore Italiano quindi, nel tentativo di ripristinare fiducia nei risparmiatori Italiani, ha introdotto nel 2005 il Testo Unico sulla Tutela del Risparmio, con la legge n.262 del 28 dicembre 2005, finalizzato a rafforzare le tutele per gli investitori e migliorare la trasparenza, l’integrità e l’efficienza dei mercati finanziari. Le principali innovazioni introdotte dal codice sono state:

- il Dirigente Preposto alla Redazione dei Documenti Contabili. La legge ha introdotto l’obbligo per le società quotate di nominare un dirigente specifico, responsabile di garantire la veridicità e la correttezza dell’informativa contabile;
- un maggiore peso agli azionisti di minoranza, ampliando il numero e la rilevanza degli amministratori indipendenti e la trasparenza sulle cariche ricoperte da amministratori e sindaci per far emergere potenziali conflitti di interessi;
- l’ampliamento dei poteri di controllo e sanzione affidati alla CONSOB e Banca d’Italia;
- l’introduzione di una disciplina specifica per la gestione e la prevenzione del conflitto di interessi.

Tutti questi cambiamenti hanno contribuito ad avvicinare il quadro istituzionale italiano alle migliori pratiche e standard internazionali. Nel complesso, erano intesi a ridurre (o rendere meno attraente) l’uso dei meccanismi di rafforzamento del controllo (piramidi, cross-holding e patti parasociali), a ridurre le opportunità di conflitti di interesse e a rendere il mercato dei capitali italiano più attraente per gli investitori internazionali.

3.6 Azioni a voto Multipo e Loyalty shares

La crescente presenza di *asset manager* nelle compagnie societarie delle imprese europee e la tendenza di questi investitori a privilegiare profitti di breve termine, ha generato un’elevata pressione sulle imprese quotate nei mercati del capitale di rischio. L’Unione Europea, nell’Action Plan 2012, ”Modernizzare il diritto societario e migliorare la corporate governance nell’Unione Europea”,

¹¹<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2024.pdf>

ha individuato nello strumento delle azioni a voto maggiorato (*loyalty shares*) una possibile soluzione per contrastare lo *short-termism* degli *asset manager* (Bolton e Samama 2013).

Quindi, agendo in una direzione completamente opposta a quanto fatto nei due decenni antecedenti, nel 2014, il legislatore Italiano introduce, con il decreto legislativo del 24 Giugno 2014 n.91 convertito con modificazioni dalla Legge 11 Agosto 2014 n.116, la possibilità per le società per azioni di utilizzare sia azioni a voto multiplo che azioni con voto maggiorato, ovvero azioni per le quali si maturavano diritti di voto aggiuntivi se mantenute per un prestabilito periodo di tempo, tipicamente ventiquattro mesi.

L'universo societario Italiano, però, risulta ancora fortemente legato alla presenza di azionisti di maggioranza, che spesso detengono quote superiori al 50%; di conseguenza, pur riscontrando una crescente ed ingombrante presenza di *asset manager*, la rilevanza del fenomeno non è ancora tale da giustificare l'introduzione di questo chiaro meccanismo di rafforzamento del controllo. Quindi, le ragioni in favore dell'introduzione del voto multiplo e del voto maggiorato vanno ricercate altrove e sono di natura ben diversa. Di seguito vengono riassunte le principali tesi utilizzate dai sostenitori a supporto del provvedimento:

- il legislatore aveva individuato nel timore di cedere il controllo uno dei principali ostacoli nell'intraprendere il percorso di quotazione per le imprese italiane. In questo senso, quindi, si voleva stimolare il mercato dei capitali, fornendo agli imprenditori uno strumento semplice ed economico per mantenere il controllo della società e quindi la possibilità di coltivare la loro visione strategica anche dopo l'ingresso nel mercato. Chiaramente, ci si auspicava che l'ingresso di nuove società nel mercato bilanciasse e, piuttosto, superasse gli effetti negativi causati dalla maggiore possibilità di *entrenchment societario*;
- la riduzione della contendibilità del controllo avrebbe dovuto limitare l'insorgere di scalate ostili che in passato avevano avuto effetti dannosi su alcune realtà italiane (fu il caso di Telecom Italia);
- un diritto societario più uniforme avrebbe contribuito a limitare il fenomeno di *regulatory shopping*. In questo periodo, infatti, molte società italiane ed europee avevano spostato la propria sede legale in Olanda, da sempre caratterizzata da un approccio molto concessivo in termini di libertà statutaria;
- il tessuto societario italiano era comunque caratterizzato da un rilevante utilizzo di CEMs e, fra tutti, le maggiorazioni del diritto di voto rappresentano lo strumento più trasparente e, soprattutto, rilevabile.

3.6.1 Normativa primaria

La prima sostanziale modifica interessa chiaramente il Codice Civile. La legge n.116 dell'11 Agosto 2014, in deroga all'articolo 2351, comma quattro (che

precedentemente indicava che *"gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo"*), sanciva: *"salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Ciascuna azione a voto plurimo può avere fino a un massimo di tre voti"*. Il numero di voti massimi è stato successivamente portato a *"dieci"* dall'art. 13, comma 1 della Legge 5 marzo 2024, n. 21.

Dalla sua introduzione nel 1998, le imprese quotate Italiane fanno riferimento ad una specifica disciplina, appunto, il Testo Unico della Finanza. In questo senso, la legge n.116 dell'11 Agosto 2014, introdusse due nuovi articoli: il 127 quinques ed il 127 sexies.

L'articolo 127 quinques concede alle società quotate di introdurre nello statuto clausole relative alla maggiorazione del voto. In particolare, la maggiorazione consisterà in due voti per azione, dopo che questa sia stata in capo allo stesso azionista per un periodo minimo di ventiquattro mesi. L'aggiornamento della Legge n.21 del 5 Marzo 2024, introduce la possibilità di attribuire un voto aggiuntivo per azione alla scadenza di ogni periodo di dodici mesi, successivo alla maturazione del primo periodo di ventiquattro mesi, fino ad un massimo di dieci voti per azione.

L'adozione di questo strumento deve essere accompagnata dall'iscrizione nello specifico elenco, si rimandano alla normativa secondaria dell'emittente le modalità con cui questa deve avvenire.

Agli aventi diritto è comunque concesso di rinunciare, in maniera irrevocabile, in tutto o in parte, al voto maggiorato.

I diritti di voto aggiuntivi non sono trasferibili in caso di cessione del titolo; fanno eccezione, se non indicato diversamente nello statuto:

- la successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni;
- le azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile.

La maggiorazione del voto può essere conservata anche nel caso di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera e le società possono prevedere nello statuto che il voto maggiorato sia assegnato anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito il voto maggiorato. Ancora, è concessa libertà statutaria all'estensione proporzionale della maggiorazione del voto in caso di nuove azioni emesse in concomitanza ad aumento di capitale mediante nuovi conferimenti.

Nel settimo comma è specificato che le azioni a cui spetta la maggiorazione del diritto di voto non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 CC.

La delibera dell'assemblea in favore della maggiorazione del diritto di voto dopo i primi ventiquattro mesi non attribuisce diritto di recesso, concesso invece per la delibera a favore delle maggiorazioni successive al decorrere di ogni periodo di dodici mesi.

Lo statuto può, inoltre, prevedere che, se la delibera in favore della maggiorazione del voto avviene durante il periodo di quotazione, ai fini del computo del possesso continuativo sia considerato anche il periodo antecedente all'iscrizione nell'apposito elenco. Tale affermazione rimane valida anche se la società risultante da operazioni di fusione, scissione o trasformazione transfrontaliera, è una società quotata o in corso di quotazione.

Infine, salvo diverse disposizioni statutarie, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la deliberazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento alle aliquote societarie. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.

L'articolo 127 sexies, in deroga all'articolo 2351 CC, vietava alle società quotate l'emissione di nuove azioni a voto plurimo. Facevano eccezione, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, i casi di fusione o scissione e di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 CC. In nessuno dei due casi, qualora la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni, è necessaria l'approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell'articolo 2376 CC, da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo. Rimanevano, tuttavia, valide le azioni a voto plurimo emesse anteriormente alla quotazione.

3.6.2 Normativa secondaria

Le direttive in merito alle modalità e ai contenuti delle comunicazioni prescritte dal Codice Civile e dal Testo Unico della Finanza, per le società quotate, sono definite dal regolamento emittenti della CONSOB. L'articolo 85-bis definisce modalità e tempi, in occasione di modifiche del capitale sociale, con le quali deve avvenire la comunicazione. Questa, che dovrà contenere l'ammontare del capitale, il numero e le categorie di azioni in cui questo è suddiviso, deve essere comunicata alla CONSOB, mediante il sistema di Teleraccolta, e al pubblico, con le modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65- septies.

Nel caso di aumento di capitale, previsto dagli articoli 2420-bis, comma 3 e 2444, comma 1, del Codice Civile, la comunicazione deve avvenire entro il giorno successivo del deposito presso il registro delle imprese dell'attestazione dell'aumento di capitale. Per la deliberazione di riduzione del capitale sociale, se questa può essere eseguita ai sensi dell'articolo 2445, comma 3, del Codice Civile, la comunicazione deve avvenire entro il giorno successivo alla data della delibera. Anche nel caso di fusione o scissione ai sensi degli 2504-bis e 2506-quater del Codice Civile, la comunicazione deve avvenire entro il giorno successivo alla data di decorrenza degli effetti. Infine, nelle altre ipotesi di variazione del capitale, la comunicazione è effettuata entro il giorno successivo al deposito dello statuto modificato, secondo quanto previsto dall'articolo 2436 del Codice Civile.

Per i casi di:

- delibera di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del Codice Civile o di riduzione del capitale per perdite;

- delibere dell’assemblea generale e dell’assemblea speciale che dispongono la conversione obbligatoria di azioni di una categoria in azioni di altra categoria;

la comunicazione è effettuata entro cinque giorni dall’iscrizione presso il registro delle imprese.

L’articolo 143-quater Reg. Emitt. definisce le informazioni che l’elenco previsto dall’articolo 127-quinques, comma 2, del TUF deve necessariamente contenere. Queste sono: i dati identificativi degli azionisti che hanno richiesto l’iscrizione; la data di iscrizione; il numero di azioni per cui è stata richiesta l’iscrizione. Inoltre, predispone la presenza di un’apposita sezione dell’elenco in cui sono contenuti i dati identificativi degli azionisti che hanno conseguito la maggiorazione del diritto di voto, il numero di azioni con diritto maggiorato e la data di conseguimento della maggiorazione. Nel quarto comma viene specificato che l’elenco viene messo a disposizione dei soci, a loro richiesta, ed eventualmente anche su supporto informatico in un formato comunemente utilizzato.

3.6.3 Diffusione nel mercato

Dalla loro introduzione nel 2014, la diffusione di questi due strumenti nelle società quotate Italiane ha avuto traiettorie differenti.

Nel 2024 si contano solo 6 società che utilizzano azioni a voto plurimo. Questo dato non è poi così sorprendente alla luce del divieto di emissione post-quotazione imposto dal primo comma dell’articolo 127 sexies del TUF. Chiaramente, questo strumento non è stato introdotto in nessuna delle società comprese nel FTSE MIB, si contano invece 3 società nel segmento STAR, 1 nel segmento Mid Cap ed ,infine, 2 non racchiuse in nessun indice di mercato.

Diversamente dal voto plurimo, la maggiorazione del voto ha visto una diffusione rapida e, soprattutto, rilevante. Nel 2015, ad un anno dalla loro introduzione, si contavano 17 società che avevano introdotto il voto maggiorato. Nel 2023 si è raggiunto il picco massimo (74 società), mentre nel 2024 se ne contavano 72.

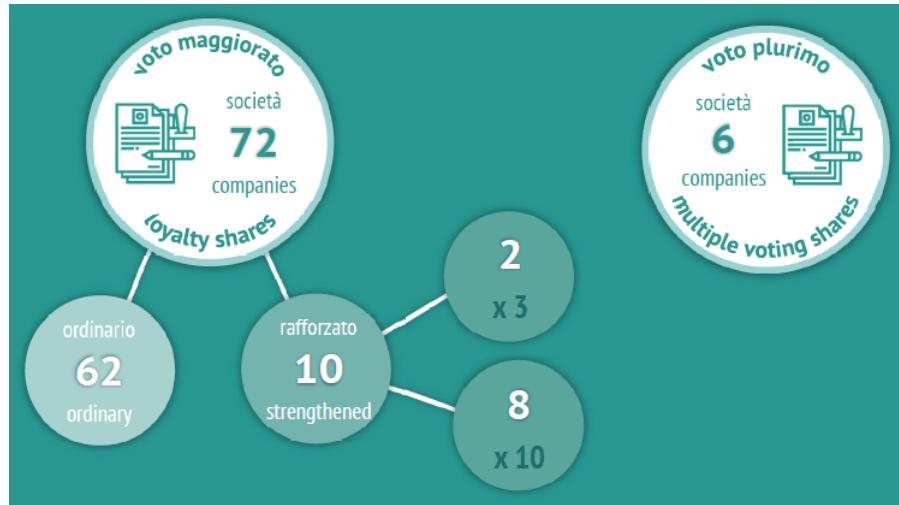


Figura 14: Società quotate Italiane che utilizzano azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2019)*, pag.21.

Delle 72 società che utilizzano il voto maggiorato, 62 utilizzano la maggiorazione ordinaria, prevista dall'articolo 127 quinque, comma 1 del TUF; 10, invece, utilizzano la maggiorazione rinforzata, ai sensi del comma 2 dello stesso articolo e, in particolare, 2 società consentono di raggiungere 3 voti per azione, mentre le altre 8 ne consentono fino a 10.

| | finanziario | industriale | servizi | | finanziario | industriale | servizi |
|------|-------------|-------------|---------|------|-------------|-------------|---------|
| 2015 | 2 | 11 | 4 | | | | |
| 2016 | 2 | 17 | 7 | 2019 | 5 | 31 | 17 |
| 2017 | 3 | 22 | 8 | 2020 | 8 | 35 | 21 |
| 2018 | 5 | 30 | 12 | 2021 | 9 | 38 | 22 |

Tabella 10: Società Italiane per settore che utilizzano azioni a voto maggiorato

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Dalla statistica riportata in tabella10, si osserva la maggior tendenza delle imprese appartenenti al settore industriale ad utilizzare la maggiorazione del voto. Comunque, fino al 2021, ultimo anno per cui la CONSOB ha reso disponibile la statistica, tutti i settori presentano trend crescenti.

| | Ftse Mib | Mid Cap | STAR | altro | Totale |
|-------------|----------|---------|------|-------|-----------|
| 2015 | 1 | 2 | 9 | 5 | 17 |
| 2016 | 1 | 4 | 14 | 7 | 26 |
| 2017 | 1 | 7 | 18 | 7 | 33 |
| 2018 | 4 | 6 | 23 | 14 | 47 |
| 2019 | 5 | 8 | 26 | 14 | 53 |
| 2020 | 4 | 17 | 29 | 14 | 64 |
| 2021 | 4 | 16 | 32 | 17 | 69 |
| 2023 | 6 | 16 | 30 | 22 | 74 |
| 2024 | 6 | 15 | 33 | 18 | 72 |

Tabella 11: Società quotate Italiane per indice di mercato che utilizzano il voto maggiorato

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Classificando le società che utilizzano azioni a voto maggiorato per indice, in tabella11, si possono trarre due interessanti osservazioni. Innanzitutto, è evidente la maggior propensione ad utilizzare questo strumento da parte delle PMI, confermata dai dati ufficiali riportati in figura15. È altresì evidente la rilevanza delle imprese appartenenti alla categoria STAR, in cui le 33 imprese, su 64 totali appartenenti al segmento, che utilizzano questo strumento rappresentano il 73,2% della capitalizzazione del gruppo.

La maggior diffusione della maggiorazione dei diritti di voto nelle imprese appartenenti al segmento STAR è motivata dalle più stringenti pratiche in termini di liquidità, trasparenza e, soprattutto, *corporate governance* a cui le imprese sono sottoposte, che agiscono da vincolo nei confronti di uno dei principali effetti collaterali derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, l'estrazione di benefici privati a danno degli altri azionisti.

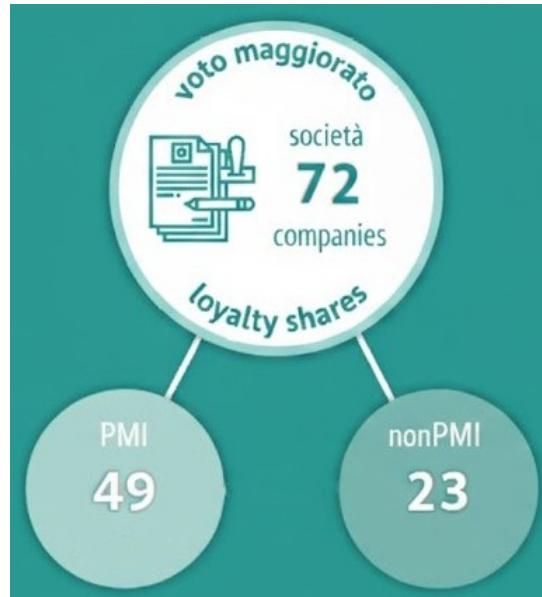


Figura 15: Società quotate Italiane per dimensione che utilizzano il voto maggiorato

Fonte: *Elaborazione propria sui dati CONSOB, Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

A partire dal 2023, la CONSOB raccoglie dati anche sull'identità dell'UCA nelle imprese in cui è introdotta la maggiorazione del diritto di voto. I valori, come intuibile, mostrano una netta prevalenza del fenomeno nelle imprese in cui il ruolo di *Ultimate controlling agent* è rivestito da una famiglia. Lo Stato Italiano, allontanando i timori espressi da Zingales nella lettera al direttore pubblicata sul Sole24Ore in data 1 Agosto 2014, non fa un uso rilevante di questo strumento, impiegato solo in 4 imprese che rappresentano appena il 3,9% della capitalizzazione della categoria. L'utilizzo dello strumento sembra, per ora, irrilevante nei casi di imprese in cui l'UCA è un istituzione finanziaria o di tipo misto. È, invece, particolarmente rilevante la presenza di questo strumento nelle società in cui non è individuabile un *Ultimate controlling agent*, riscontrato in 6 imprese che rappresentano nel 2024 il 36,2% della capitalizzazione delle categorie.

| | | Numero società | % totale | % capitalizzazione UCA |
|-------------|--------------------------------|----------------|----------|------------------------|
| 2023 | <i>famiglie</i> | 65 | 49,6 | 58,5 |
| | <i>Stato ed enti locali</i> | 4 | 16,0 | 3,6 |
| | <i>istituzioni finanziarie</i> | — | — | — |
| | <i>misto</i> | 5 | 50,0 | 10,3 |
| 2024 | <i>no UCA</i> | 6 | 35,5 | 48,2 |
| | <i>famiglie</i> | 63 | 53,4 | 60,4 |
| | <i>Stato ed enti locali</i> | 4 | 16,0 | 3,9 |
| | <i>istituzioni finanziarie</i> | 2 | 28,6 | 2,3 |
| | <i>misto</i> | 3 | 33,3 | 5,7 |
| | <i>no UCA</i> | 6 | 29,7 | 36,2 |

Tabella 12: Società quotate italiane per identità dell’UCA che utilizzano azioni a voto multiplo

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

In tabella13 è riportata l’analisi sulla concentrazione proprietaria nei casi di presenza e assenza di maggiorazione dei diritti di voto. La prevalenza del fenomeno in Piccole e Medie Imprese, tipicamente controllate da famiglie, giustifica la maggior quota detenuta dal primo azionista in presenza di questi strumenti partecipativi. Di conseguenza, sarà minore la quota lasciata a disposizione del mercato. Sono, invece, assai significative le evidenze che emergono sul comportamento degli altri azionisti rilevanti. Come visto nella descrizione specifica, questo ruolo è spesso ricoperto dagli investitori istituzionali. Questi, nel mercato italiano, tendono a partecipare un numero limitato di imprese, acquisendo quote rilevanti. I valori simili nei casi di società con e senza azioni a voto maggiorato e/o plurimo suggeriscono che, per quanto queste figure siano notoriamente avverse alle deviazioni dal modello OSOV, la presenza di queste non sembra influire particolarmente nella decisione finale di investire nella società.

| | | primo azionista | altri azionisti rilevanti | mercato | partecipazione di controllo |
|-------------|---|--------------------|------------------------------|---------|--------------------------------|
| 2023 | <i>società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo</i> | 57,3 | 12,9 | 29,8 | 59,7 |
| | <i>società senza azioni a voto maggiorato e/o plurimo</i> | 44,0 | 12,4 | 43,6 | 45,9 |
| | <i>totale società</i> | 49,1 | 12,4 | 38,5 | 51,2 |
| 2024 | <i>società con azioni a voto maggiorato e/o plurimo</i> | 56,2 | 13,2 | 30,6 | 58,3 |
| | <i>società senza azioni a voto maggiorato e/o plurimo</i> | 43,0 | 13,9 | 43,2 | 44,9 |
| | <i>totale società</i> | 48,2 | 13,7 | 30,6 | 50,2 |

Tabella 13: Concentrazione societaria nelle società quotate Italiane in presenza di azioni a voto maggiorato

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

L’ultima analisi proposta nei dati CONSOB riguarda le imprese nelle quali la maggiorazione dei diritti di voto è efficace. L’alta concentrazione societaria

delle imprese italiane continua ad essere una costante e, anche in presenza di meccanismi di rafforzamento del controllo, la quota media sui diritti di *cash flow* rimane comunque molto vicina al 50%. Il valore della leva, che come per i gruppi piramidali misura l'effetto moltiplicatore che il CEMs garantisce a chi controlla l'impresa, è stabile intorno al valore 1,3. La divergenza tra i diritti di voto e quelli sui flussi di cassa, misurata dal *Wedge*, presenta un lieve trend crescente; nel 2021, ultimo dato per cui la misurazione è disponibile, vale 12,7.

| Settore | Numero società | Media diritti di voto | Media diritti di cash flow | Leva media | Wedge media |
|---------|----------------|-----------------------|----------------------------|-------------|-------------|
| 2017 | finanziario | 2 | 69,7 | 54,7 | 1,3 |
| | industriale | 9 | 56,9 | 43,1 | 1,3 |
| | servizi | 3 | 58,0 | 45,6 | 1,3 |
| | totale | 14 | 59,0 | 45,3 | 1,3 |
| 2018 | finanziario | 2 | 71,6 | 61,3 | 1,2 |
| | industriale | 18 | 57,4 | 43,9 | 1,3 |
| | servizi | 8 | 58,8 | 49,7 | 1,2 |
| | totale | 28 | 59,0 | 47,0 | 1,3 |
| 2019 | finanziario | 3 | 58,7 | 55,0 | 1,1 |
| | industriale | 22 | 59,7 | 46,2 | 1,3 |
| | servizi | 10 | 61,7 | 50,1 | 1,2 |
| | totale | 35 | 60,2 | 48,1 | 1,3 |
| 2020 | finanziario | 2 | 72,2 | 59,3 | 1,2 |
| | industriale | 27 | 60,7 | 48,1 | 1,3 |
| | servizi | 11 | 59,6 | 47,0 | 1,3 |
| | totale | 40 | 61,0 | 48,4 | 1,2 |
| 2021 | finanziario | 3 | 54,0 | 64,4 | 1,2 |
| | industriale | 28 | 62,7 | 48,7 | 1,3 |
| | servizi | 15 | 60,4 | 48,8 | 1,3 |
| | totale | 46 | 61,6 | 49,1 | 1,3 |

Tabella 14: Società quotate Italiane per settore di attività in cui il voto multiplo è efficace

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

3.7 Azioni a voto Multiplo e Loyalty shares negli ordinamenti internazionali

La rilevanza internazionale del fenomeno è confermata dai numerosi provvedimenti in favore di azioni a voto plurimo e, soprattutto, a voto maggiorato che hanno visto la luce nelle principali economie Europee.

In **Francia**, nonostante il meccanismo delle *loyalty shares* fosse già consentito negli statuti societari(*opt-in*), con la *"Loi Florange"* del 2014, trascorso il "canonico" periodo di detenzione di 24 mesi, la maggiorazione del diritto di voto diventa automatica e, qualora una società non fosse intenzionata ad utilizzare le "loyalty shares", è tenuta a specificarlo nello statuto(*opt-out*).

Il **Belgio** ha introdotto le *loyalty shares* nel 2019, con l'articolo 7:53 del *Belgian Code on Companies and Associations*. In maniera analoga a quanto

visto per gli altri stati, al decorrere del ventiquattresimo mese di detenzione del titolo vengono raddoppiati i diritti di voto.

Anche la **Spagna**, per promuovere il coinvolgimento a lungo termine degli azionisti nelle società quotate, ha consentito l'utilizzo di *loyalty shares* con la *Ley de Sociedades de Capital* n.5 del 3 Marzo 2021.

In **Olanda**, che come detto è caratterizzata da una significativa libertà statutaria, le azioni a voto plurimo e le *loyalty shares* sono sempre state concesse ed impiegate.

In **Germania**, nel 2023, con il *Financing for the Future Act* (*Zukunftsfinanzierungsgesetz*), sono state introdotte sia le azioni a voto plurimo che le *loyalty share*, per entrambe le fattispecie è prevista una maggiorazione massima di 10 voti.

Infine, in **Inghilterra**, la normativa primaria basata sulla *common Law* non ha mai vietato l'inserimento di maggiorazioni del diritto di voto all'interno degli statuti societari. Tuttavia, fino al 2021, le regole di quotazione della Borsa di Londra avevano formalmente vietato l'utilizzo di questi strumenti per le imprese che intendevano quotarsi nel prestigioso segmento "Premium". Nel Dicembre 2021, per rispondere alla concorrenza esercitata dalle altre borse internazionali e per attrarre IPO di grandi imprese tecnologiche e di start-up innovative, il regolamento è stato nuovamente modificato.

3.8 Competizione tra ordinamenti: l'aggressività del diritto olandese

Il fenomeno della competizione tra ordinamenti nel panorama del diritto societario dell'Unione Europea è esemplificato in modo emblematico dalla migrazione di importanti società quotate italiane verso i Paesi Bassi, tra cui figure storiche come il gruppo Fiat (ora Stellantis), Campari, Mediaset e Brembo. Questa tendenza, inquadrata come "arbitraggio normativo" o, con accezione più critica da autori come Enriques 2024, come potenziale "migrazione opportunistica" a scapito degli azionisti di minoranza, viene comunemente ricondotta alla maggiore flessibilità percepita nel diritto societario olandese rispetto a quello italiano, specialmente riguardo ai meccanismi di rafforzamento del controllo (CEMs). Barcellona evidenzia come spesso si tratti di un mero trasferimento della "sede legale", mantenendo la "sede amministrativa" e fiscale in Italia, configurando più un'"importazione del diritto olandese" che una delocalizzazione fisica. Tale scelta della *lex societatis* è resa possibile dall'ampia interpretazione della libertà di stabilimento UE (artt. 49 e 54 TFUE) fornita dalla Corte di Giustizia Europea in casi come Centros, Polbud e il recente Edil Work, ed è ora strutturata dalla Direttiva (UE) 2019/2121 sulle trasformazioni transfrontaliere. L'attrattiva specifica del diritto olandese risiede spesso nel suo approccio al disallineamento tra diritti di voto e diritti economici. Schiuma 2024, tuttavia, contesta una lettura semplicistica della "flessibilità", osservando che, sebbene il diritto olandese leghi di default i voti al valore nominale (Art. 2:92 Codice Civile Olandese), la sua elasticità emerge in pratica dalla libertà statutaria di definire valori

nominali eterogenei, a differenza del sistema italiano che, pur avendo eroso il principio One Share-One Vote e introdotto nel 2014 voto plurimo e maggiorato, poi potenziati dalla "Legge Capitali" del 2024, mantiene limiti imperativi più stringenti. La prassi olandese ha sviluppato sia azioni a voto plurimo de facto sia complessi schemi di "loyalty shares", spesso tramite l'emissione di azioni speciali finanziate da riserve dedicate, senza vincoli legislativi rigidi su moltiplicatori o *vesting period*, un aspetto analizzato da Barcellona 2024 e contrapposto ai limiti italiani da Schiuma 2024.

Enriques 2024, richiamando il dibattito statunitense (con Cary e Bebchuk), avverte che tali migrazioni, guidate dalla volontà degli azionisti di controllo di consolidare il potere, aumentano i costi di agenzia e il rischio di estrazione di benefici privati, come evidenziato anche nella letteratura economica citata da Agostini e Novembre 2024, con potenziali danni per il mercato e gli investitori di minoranza. Sebbene Barcellona ipotizzi che le norme imperative italiane sulla correlazione rischio/potere possano qualificarsi come norme di applicazione necessaria, conclude che i CEMs adottati dalle società migrate non violano le attuali soglie italiane. Tuttavia, il quadro UE offre tutele limitate contro effetti "opportunistici" e la nuova Direttiva UE 2024/2810 sul voto plurimo, come analizzato da Agostini e Novembre 2024, adotta un'armonizzazione minima focalizzata sui soli MTF, lasciando ampio spazio alla competizione. Schiuma, inoltre, suggerisce che l'enfasi sui diritti di voto possa essere un "pretesto", con le migrazioni motivate anche dalla volontà di sfuggire ad altre rigidità italiane (composizione degli organi, controlli esterni, "gold plating", lentezza della giustizia), indicando che i Paesi Bassi offrono una "forma societaria [...] favorevole agli investitori" più in generale, come argomentato dalla stessa Fiat. Questo intreccio complesso configura una dinamica in cui le specificità olandesi offrono un vantaggio competitivo, alimentando dibattiti su una potenziale "corsa al ribasso" negli standard di tutela in Europa.

4 Evidenze sulle maggiorazioni del diritto di voto

L’obiettivo principale delle analisi empiriche sulle maggiorazioni del diritto di voto, nella forma di *loyalty share* o azioni a voto multiplo, è capire se, a seguito dell’adozione questi meccanismi di *corporate governance* in un determinato contesto, vi è l’effettiva intenzione di utilizzare lo strumento per gli innumerevoli benefici che questo può generare, oppure che, più semplicemente, sia un tentativo dei controllanti di estrarre benefici a spese degli azionisti di minoranza. Di seguito sarà analizzato il caso Italiano e saranno, inoltre, riportate evidenze dalla Francia, dove il fenomeno delle *loyalty share* è molto rilevante, dalla Svezia e dagli Stati Uniti, dove invece prevale il meccanismo delle *Dual-class share*.

4.1 Le loyalty shares nel mercato italiano

A sei anni dall’introduzione di questo meccanismo con la legge n.116 dell’11 Agosto 2014, lo studio condotto da Bajo et al. 2020 sul quinquennio 2015-2019 fornisce interessanti evidenze su come lo strumento delle *loyalty shares* sia stato utilizzato nel mercato dei capitali di rischio Italiano.

Il campione utilizzato è stato costruito utilizzando dati disponibili nei database Thomson Reuters Worldscope (ora Refinitiv), Thomson Reuters Datastream, Worldscope, dal rapporto annuale dell’Associazione fra le Società Italiane per Azioni (Assonime), dal sito web della CONSOB. Infine, i dati sull’esito del voto dell’assemblea generale e sulla percentuale del capitale di voto sono stati raccolti manualmente dagli autori dai documenti ufficiali delle società. Il campione finale comprende 260 imprese, di cui 49 che hanno adottato le azioni a voto maggiorato nel periodo di riferimento.

4.1.1 Caratteristiche delle imprese che adottano loyalty shares

Circa un quinto delle società quotate sul segmento principale di Borsa Italiana ha scelto di introdurre le azioni a voto maggiorato. La prima e più rilevante evidenza empirica riguarda la struttura proprietaria. L’adozione delle *loyalty shares* è un fenomeno quasi esclusivamente riconducibile alle imprese a controllo familiare. Lo studio è categorico su questo punto: mentre nel campione delle non-adottanti le imprese familiari (definite come quelle in cui la famiglia è il maggior azionista con almeno il 10% del capitale) sono il 58,5%, tra le adottanti questa percentuale balza al 91,1%. Non solo la famiglia è l’azionista di controllo, ma è anche profondamente coinvolta nella gestione: nelle imprese adottanti, è molto più frequente trovare un membro della famiglia nel consiglio di amministrazione (84,8% dei casi) o nel ruolo di Amministratore Delegato o Presidente (78,1% dei casi). L’adozione è, quindi, una scelta preponderante di imprese dove la famiglia proprietaria esercita un controllo gestionale diretto e consolidato.

Dal punto di vista delle caratteristiche finanziarie e di performance, le imprese che introducono le *loyalty shares* appaiono, paradossalmente, più "sane" delle loro controparti. Gli autori documentano che queste società sono significativamente più profittevoli (misurate dal ROA), più ricche di liquidità, più propense a distribuire dividendi e con una valutazione di mercato superiore (test effettuato con la Q di Tobin). Questo profilo virtuoso, apparentemente in contrasto con l'adozione di un meccanismo che potrebbe rafforzare un controllo già solido, spiega anche un altro dato interessante: le imprese adottanti, prima dell'introduzione, avevano già una quota di investitori istituzionali nei loro registri azionari superiore alla media. I ricercatori ipotizzano che proprio queste performance superiori e la capacità di generare cassa e dividendi abbiano attratto gli istituzionali, nonostante la struttura di controllo concentrata.

Infine, un'osservazione rilevante emerge dall'analisi della *corporate governance* e dell'uso di altri Control enhancing mechanisms (CEMs). Le imprese che optano per le *loyalty shares* tendono ad avere una *governance* meno aperta alle minoranze: si rileva, infatti, una minore presenza di consiglieri indipendenti e, soprattutto, una percentuale significativamente più bassa di consiglieri eletti da liste di minoranza (31,8% contro il 48,2% delle non-adottanti). Questo suggerisce che una *governance* più forte e attenta ai diritti delle minoranze può agire come deterrente all'introduzione del voto maggiorato. Inoltre, si nota che le società adottanti avevano fatto un uso meno intensivo di altri CEMs tradizionali, come le strutture piramidali, sia nel periodo di analisi che in passato. Questo potrebbe indicare che le *loyalty shares* siano viste come uno strumento "sostitutivo", forse più moderno e legittimato dal legislatore, per mantenere il controllo in un contesto dove i vecchi meccanismi (come le azioni di risparmio) hanno perso attrattiva.

L'analisi dell'identikit delle imprese adottanti suggerisce che la struttura proprietaria sia un fattore discriminante. Attraverso modelli di regressione logistica, lo studio ha cercato di isolare i fattori che aumentano la probabilità che un'impresa decida di introdurre il voto maggiorato. I risultati sono netti e confermano il ruolo centrale del controllo familiare.

La variabile "Family control" è risultata essere il predittore più forte e statisticamente significativo in tutte le specificazioni del modello. L'impatto è anche economicamente rilevante: lo status di impresa familiare aumenta la probabilità annua di adozione di 8-9 punti percentuali. Questo dato consolida l'ipotesi che le *loyalty shares* non siano primariamente uno strumento per attrarre investitori di lungo termine, quanto, piuttosto, un meccanismo per consolidare la presa della famiglia controllante. Come sottolineato dai ricercatori, per una famiglia che detiene la maggior parte del proprio patrimonio nell'azienda (e che è quindi sotto-diversificata e ad alto rischio idiosincratico), le *loyalty shares* offrono un'opportunità strategica, in quanto permettono di liquidare una parte della partecipazione azionaria, riducendo l'esposizione al rischio, senza compromettere il controllo dei diritti di voto.

4.1.2 Loyalty share in assemblea: azionisti di controllo e investitori istituzionali

Ovviamente, l'introduzione delle *loyalty shares* richiede un'approvazione formale tramite un'assemblea straordinaria degli azionisti (EGM), che deve deliberare la modifica statutaria.

Nelle imprese analizzate, l'azionista di controllo deteneva, in media, il 55,4% del capitale sociale al momento dell'assemblea. Considerando che la legislazione italiana richiede una maggioranza qualificata (solitamente i due terzi del capitale presente in assemblea) per le modifiche statutarie, è evidente quanto il voto della famiglia di controllo sia stato determinante (e sufficiente) per garantire l'approvazione.

In assemblea, gli investitori istituzionali hanno espresso una posizione di netta contrarietà. L'analisi dei voti rivela che, in media, il 7,4% del capitale presente ha votato contro l'introduzione. Chiaramente, questo comportamento è coerente con la loro adesione formale al principio One Share-One Vote e alle raccomandazioni negative dei *proxy advisor*, sebbene sia chiaro, ancor prima del voto, che il parere degli investitori istituzionali non potrà essere decisivo, a causa della presenza dominante di un socio di controllo.

Tuttavia, lo studio evidenzia un comportamento che gli autori definiscono "temporalmente incoerente". Alla contrarietà espressa in assemblea ("voto con le mani"), non è seguito un "voto con i piedi", ovvero una dismissione delle partecipazioni. Al contrario, le analisi post-adozione mostrano che gli investitori istituzionali hanno, addirittura, incrementato le loro quote nelle società che avevano adottato le *loyalty shares*.

Dopo l'adozione, dato che le imprese erano già saldamente controllate dalla famiglia, i costi di *governance* incrementali sono percepiti come limitati e ampiamente compensati dalle performance superiori delle imprese adottanti (più profittevoli, più cash-generating e dividend-paying).

L'aumento delle quote di queste figure è stato inoltre favorito dal fatto che le famiglie controllanti, sentendosi protette dal voto maggiorato, hanno, in alcuni casi, ridotto la propria partecipazione (aumentando il flottante), talvolta vendendo pacchetti azionari direttamente agli investitori istituzionali tramite *accelerated book-building*.

4.1.3 L'analisi del "Wealth Effect" e l'impatto sulla liquidità

L'introduzione di un meccanismo che altera la struttura dei diritti di voto e rafforza il controllo solleva interrogativi cruciali sugli effetti per gli azionisti di minoranza, in particolare riguardo alla creazione (o distruzione) di "ricchezza" e all'impatto sulla liquidità del titolo.

Per quanto riguarda l'effetto sulla ricchezza, lo studio non rileva alcuna reazione di mercato statisticamente significativa, né positiva né negativa. Questa conclusione si basa su due diverse metodologie. In primo luogo, un *event study* condotto sia sulla data di annuncio della proposta di adozione sia sulla data dell'assemblea straordinaria (EGM) che l'ha approvata, non ha mostrato *Cumulative Abnormal Returns* (CARs) significativi. Gli autori

ipotizzano che la mancanza di reazione all'annuncio possa essere dovuta alla contestuale pubblicazione di altre informazioni finanziarie *price-sensitive*, mentre l'assenza di un effetto all'EGM è spiegabile con l'estrema prevedibilità dell'esito del voto, data la solida maggioranza detenuta dal controllante. In secondo luogo, un'analisi *difference-in-difference* che misura il valore dell'impresa (tramite la *Q* di Tobin) negli anni successivi all'adozione ha confermato l'assenza di un impatto: la variabile Post loyalty è risultata non significativa.

L'impatto sulla liquidità del titolo presenta, invece, un quadro più ambiguo, con due forze contrapposte. L'obiettivo dichiarato delle *loyalty shares* è incentivare la detenzione a lungo termine, il che dovrebbe ridurre la liquidità (misurata come volumi di scambio). Tuttavia, come evidenziato in precedenza, le famiglie controllanti hanno utilizzato il voto maggiorato per ridurre la propria quota di capitale (aumentando così il flottante), un'azione che dovrebbe migliorare la liquidità. L'evidenza empirica propende leggermente per la prima ipotesi: l'analisi di regressione mostra un effetto negativo, sebbene lieve (mild decrease), sull'indice di *relative share turnover* (rapporto tra valore scambiato e capitalizzazione) negli anni successivi all'adozione. Tuttavia, questa conclusione non è univoca: utilizzando una misura alternativa di liquidità (l'indice di illiquidità di Amihud), gli autori non hanno riscontrato alcun effetto statisticamente significativo.

4.2 Le *loyalty shares* in Francia: *Loi Florange*

La Francia rappresenta un "laboratorio ideale" per lo studio delle *loyalty shares*. A differenza dell'Italia, dove sono state introdotte nel 2014, in Francia questo strumento è previsto dall'ordinamento fin dal 1966 e gode di una popolarità straordinaria. Un'analisi di Belot et al. 2023 rileva che, ancora prima della riforma del 2014, che ha trasformato il regime delle *loyalty share* da "opt-in" a "opt-out", ben due terzi delle società quotate francesi le avevano già adottate volontariamente. Gli stessi autori, vista la crescente rilevanza del fenomeno in tutta l'Europa continentale, si sono chiesti se questo meccanismo sia benefico rispetto alla *governance* aziendale e al valore della società o se, invece, sia deleterio. Come è lecito aspettarsi, la risposta a questo quesito è tutt'altro che scontata, data la difficoltà nel formulare teorie univoche e la presenza di fattori endogeni alle stesse imprese, che rendono più complesse le analisi empiriche.

4.2.1 Prima della *Loi Florange*

Nel regime antecedente alla *Loi Florange* (ovvero dal 1966 al 2014), l'adozione delle *loyalty shares* era un processo "opt-in". Le società che desideravano introdurre il voto maggiorato dovevano proporlo attivamente e ottenere un'approvazione in assemblea straordinaria con una maggioranza qualificata dei due terzi.

L'analisi empirica di Belot et al. 2023 su questo periodo rivela un identikit preciso delle imprese che sceglievano volontariamente di adottare

il voto doppio. Il fattore discriminante, in linea con quanto osservato nel mercato italiano da Bajo et al. 2020, è la struttura proprietaria. Le imprese adottanti erano in modo statisticamente significativo più piccole, più anziane e, soprattutto, con una probabilità molto più alta di essere imprese a controllo familiare. Al contrario, la presenza di investitori istituzionali non risultava un fattore determinante nella scelta di adozione, mentre la proprietà statale era addirittura correlata negativamente con l'uso del voto doppio. La motivazione prevalente per l'adozione non sembra legata alla volontà di estrarre benefici privati a scapito delle minoranze, un'ipotesi spesso discussa in letteratura (ad esempio in Claessens et al. 2002), ma che gli autori non confermano, non trovando correlazione con i settori noti per l'estrazione di *"amenity value"*. Piuttosto, la tesi sostenuta è che il voto doppio permettesse ai *blockholder* (come le famiglie), spesso soggetti a vincoli finanziari, di mantenere il controllo della società pur possedendo una quota di capitale inferiore, liberando così risorse.

L'analisi delle performance prima della riforma sostiene questa tesi e suggerisce che queste imprese non fossero affatto penalizzanti per gli azionisti. Al contrario, gli autori dimostrano che le società con *loyalty shares* (pre-Florange) mostravano una redditività operativa (ROA) significativamente superiore. Questo effetto positivo non era semplicemente dovuto alla maggior presenza di imprese familiari, le quali sono spesso associate a performance superiori (come evidenziato da Anderson e Reeb 2003), ma era un effetto attribuibile allo strumento in sé. Gli autori ipotizzano che le *loyalty shares*, premiando l'impegno a lungo termine (a differenza delle *dual-class shares* permanenti), favorissero un monitoraggio più efficace da parte degli azionisti di controllo.

4.2.2 Dopo la Loi Florange

Come detto, con la *Loi Florange* si è passati ad un sistema di tipo *"opt-out"*. La legge ha reso il voto doppio la regola di default per tutte le società quotate su mercati regolamentati. Alle imprese che precedentemente operavano con il principio *"One Share-One Vote"* (circa un terzo del mercato) è stata imposta una scelta: non fare nulla, e in tal caso il voto doppio sarebbe stato automaticamente applicato dopo due anni, oppure agire attivamente (*opt-out*), convocando un'assemblea straordinaria per votare il mantenimento del principio *"OSOV"*, che richiedeva la maggioranza qualificata dei due terzi.

Questo cambiamento normativo ha fornito agli autori un'opportunità unica per testare il valore percepito di questo strumento da parte del mercato. Analizzando le reazioni del mercato (tramite event study) al momento dell'annuncio delle decisioni assembleari, i risultati sono stati sorprendentemente chiari:

- Le imprese che hanno annunciato l'intenzione di fare *"opt-out"* (cioè di rifiutare le *loyalty shares* per mantenere la regola *"One Share-One Vote"*) hanno subito una reazione media del mercato significativamente negativa;

- al contrario, le imprese che hanno adottato il voto doppio (sia passivamente, non tenendo l'assemblea, sia attivamente, proponendolo) hanno registrato una reazione media del mercato significativamente positiva.

Questa evidenza contrasta abbastanza nettamente l'idea che il mercato punisca sempre le deviazioni dal principio "One Share-One Vote". In Francia, gli investitori sembrano aver percepito l'adozione delle *loyalty shares* come una notizia positiva, probabilmente perché vista come un impegno verso strategie a lungo termine.

Procedendo nella loro analisi, Belot et al. 2023 hanno esaminato gli effetti reali sulle decisioni aziendali. La critica principale mossa ai mercati è quella di favorire lo *short-termism*, spingendo i manager a sacrificare investimenti a lungo termine (come Ricerca e Sviluppo) per massimizzare i risultati trimestrali. Le *loyalty shares* sono state proposte proprio per mitigare questa pressione. Utilizzando un'analisi difference-in-difference e usando le spese in R&D come proxy per gli investimenti a lungo termine, gli autori hanno scoperto che le imprese che hanno adottato il voto doppio dopo la Loi Florange hanno aumentato in modo statisticamente significativo i loro investimenti in R&D negli anni successivi, rispetto sia al loro passato sia alle imprese che hanno mantenuto il "OSOV".

Questi risultati suggeriscono che, nel contesto francese, le *loyalty shares* non solo sono state ben accolte dal mercato, ma hanno anche effettivamente incoraggiato i manager a focalizzarsi su strategie con un orizzonte temporale più lungo. È interessante notare come la legge sia stata anche utilizzata politicamente: lo Stato francese ha votato contro l'"opt-out" in società partecipate (come Renault ed Engie) per rafforzare il proprio controllo, potendo così dismettere quote di capitale senza perdere diritti di voto.

4.3 Dual class share in Svezia e la protezioni degli azionisti di minoranza

Il modello svedese rappresenta l'esempio empirico più robusto del successo delle *dual-class shares*.

In Svezia, le *dual-class shares* non sono un'eccezione, ma costituiscono da quasi cento anni una caratteristica fondamentale e diffusa del mercato azionario. Come evidenziato da Lidman e Skog 2022, questo utilizzo massiccio di azioni a voto differenziato (tipicamente con un rapporto massimo di 10:1 tra azioni a voto multiplo e azioni a voto subordinato) coesiste con un mercato finanziario estremamente performante, che vanta un'elevata capitalizzazione in rapporto al PIL (figura 16) e tassi di nuove quotazioni positivi, in controtendenza rispetto al resto d'Europa (figura 17).

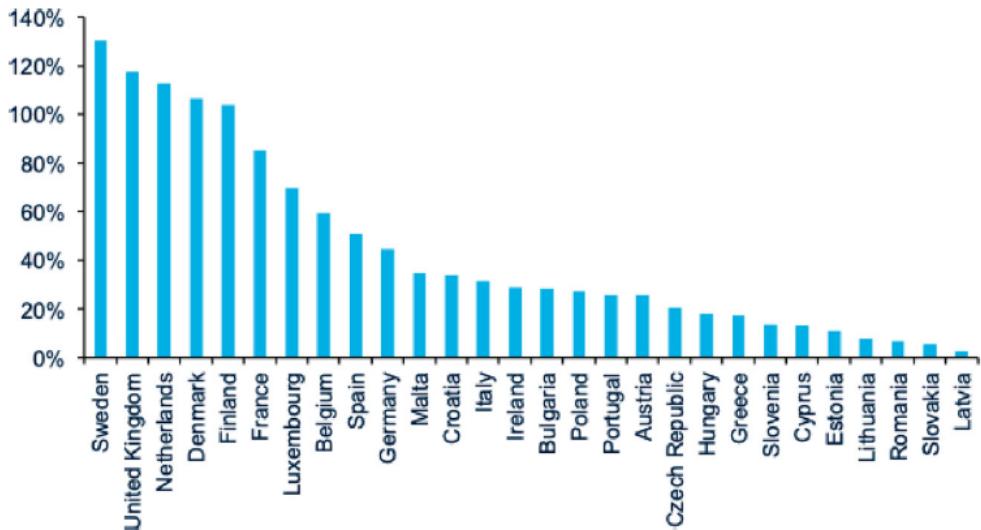


Figura 16: Capitalizzazione totale del mercato espressa come percentuale del PIL

Fonte: *Lidman e Skog 2022*

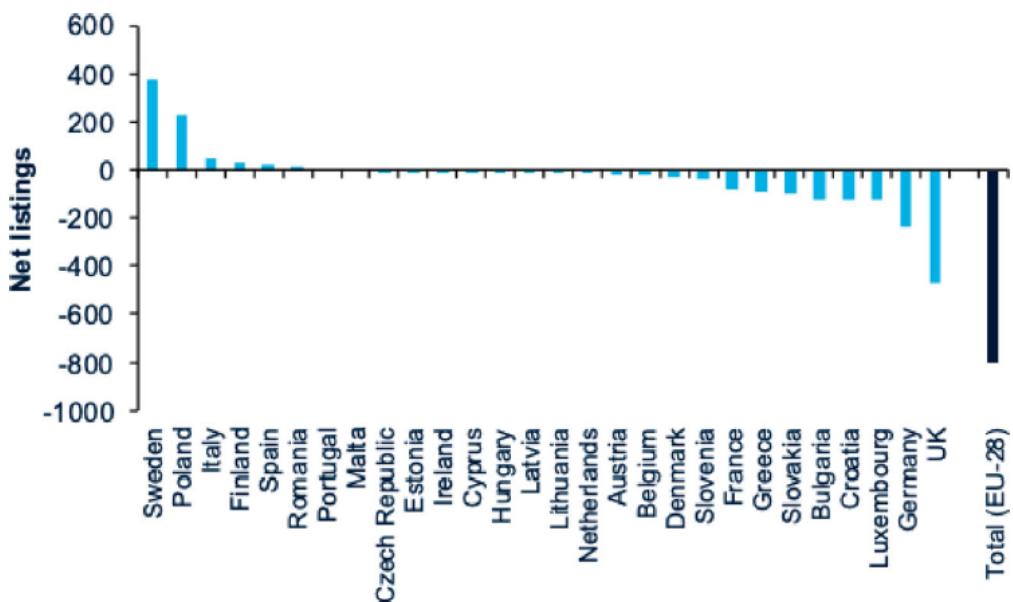


Figura 17: Nuove quotazioni nei mercati EU-28, al netto del delisting, dal 2010 al 2018

Fonte: *Lidman e Skog 2022*

Il "paradosso" svedese, analizzato dagli autori, è che questa struttura prospera in un contesto con standard di *corporate governance* molto elevati e forte protezione degli azionisti di minoranza. Studi citati dagli autori, come quello di Nenova 2003, confermano che i premi per il controllo in Svezia sono storicamente molto bassi, indicando che i benefici privati estraibili dal controllo sono limitati. La tesi sostenuta è che la Svezia non previene gli

abusì vietando le *dual-class shares* (regolamentazione ex-ante), ma fornendo agli azionisti di minoranza un potente arsenale di tutele ex-post, radicato nella legge societaria generale. Queste tutele includono: un rigido principio di parità di trattamento tra azionisti; la necessità di maggioranze qualificate (spesso 2/3 o 9/10) per decisioni fondamentali che potrebbero danneggiare le minoranze, come le modifiche statutarie o le emissioni di azioni dirette; diritti specifici per la minoranza (pari al 10%) di richiedere la nomina di un revisore aggiuntivo o di un investigatore speciale per esaminare la gestione della società.

Per comprendere il ruolo delle *dual-class shares* nel contesto svedese, sono d'aiuto i risultati ottenuti nello studio di Hagelin et al. 2006. La loro ricerca parte da un'ipotesi centrale nella letteratura sulla *corporate finance*: gli azionisti di controllo, in particolare le famiglie, detengono tipicamente portafogli personali scarsamente diversificati. Come evidenziato da studi sul mercato americano (Anderson e Reeb 2003) e svedese (Holmen et al. 2007), la ricchezza di queste famiglie è spesso concentrata in modo predominante nell'impresa che controllano. Questa concentrazione genera un'eccessiva avversione al rischio, poiché la famiglia è esposta in modo sproporzionato al rischio specifico (idiosincratico) dell'azienda.

Gli autori, quindi, indagarono la frequenza dell'utilizzo di meccanismi di riduzione del rischio nelle società quotate controllate dalle famiglie e, soprattutto, quale fosse il ruolo delle *dual class share* in questo scenario.

L'ipotesi principale dei ricercatori è che le *dual class share* permettano alla famiglia di separare la gestione del rischio personale da quella aziendale. Utilizzando le *dual class share*, la famiglia può vendere azioni a basso voto per diversificare il proprio portafoglio personale (investendo in altri asset), mantenendo al contempo il controllo dei diritti di voto. Avendo così ridotto il rischio a livello personale, la famiglia avrebbe meno incentivi a imporre all'azienda strategie di riduzione del rischio (come l'*hedging*) potenzialmente costose o distruttive di valore per gli altri soci.

Analizzando un campione di imprese svedesi nel periodo 1997-2001, un contesto ideale data l'altissima diffusione di queste strutture e la forte esposizione al rischio di cambio, i risultati ottenuti da Hagelin et al. 2006 sono decisamente interessanti. In un primo confronto aggregato, coerentemente con le scoperte di Anderson e Reeb 2003 per gli Stati Uniti, gli autori trovano che, in media, le imprese a controllo familiare non utilizzano meno debito, non sono più diversificate e non fanno più hedging delle imprese a controllo istituzionale. Questo risultato iniziale, apparentemente controtuitivo, viene ribaltato quando si introduce la variabile chiave: il *Vote-to-Capital ratio* (VC ratio), che misura l'intensità del cuneo tra voto e capitale creato dalle *dual class share*.

I ricercatori, infatti, trovano una relazione negativa e statisticamente significativa tra il VC ratio della famiglia controllante e il livello di indebitamento dell'impresa. Le famiglie che usano maggiormente le *dual class share* (alto VC ratio) gestiscono aziende con meno debito. L'interpretazione fornita è che queste famiglie sostituiscono il debito con l'emissione di *equity* a basso voto. In questo modo, ottengono un duplice obiettivo, riducono il

rischio finanziario dell’impresa (e di conseguenza il rischio del loro portafoglio) e raccolgono capitali, il tutto senza diluire il proprio controllo.

Emerge, inoltre, una relazione negativa e significativa anche tra il VC ratio e la probabilità che l’impresa adotti un programma di *hedging* del rischio di cambio. Le famiglie che hanno già utilizzato le *dual class share* per diversificare il proprio patrimonio personale mostrano una minore propensione a implementare costosi programmi di *hedging* a livello aziendale.

In conclusione, lo studio suggerisce che le *dual-class shares* nel contesto svedese non sono primariamente uno strumento di entrenchment fine a sé stesso, ma un meccanismo sofisticato che permette ai fondatori di risolvere il proprio problema di diversificazione. Permettendo alle famiglie di ridurre il rischio a livello personale, le *dual class share* allineano i loro incentivi con quelli degli azionisti esterni, riducendo la necessità di imporre all’azienda politiche di gestione del rischio (come l’*hedging* o un eccessivo conservatorismo finanziario) che potrebbero essere dannose per il valore aziendale complessivo.

4.4 L’aumento delle *dual class* IPO negli Stati Uniti

Negli ultimi due decenni, il mercato dei capitali statunitense ha assistito a una trasformazione significativa e controversa: una decisa impennata nel numero di Initial public offering (IPO) caratterizzate da strutture *dual-class*. Questo fenomeno segna un’inversione di tendenza rispetto a una lunga tradizione di ostilità verso le deviazioni dal principio ”One Share-One Vote”. Borse come il New York Stock Exchange (NYSE) avevano vietato la quotazione di società con diritti di voto differenziati per quasi sessant’anni, considerandole dannose per la *corporate democracy*.

Tuttavia, come documentato da Aggarwal et al. 2022, la popolarità delle *dual-class share* è esplosa. Negli anni ’90 e primi 2000 rappresentavano una piccola frazione delle IPO, l’evento spartiacque è stata la quotazione *dual-class* di Google nel 2004. Questa mossa ha spianato la strada a un’onda di ”unicorni” tecnologici di alto profilo —tra cui Facebook, LinkedIn, Zynga e, più recentemente, Snap— che hanno scelto di quotarsi blindando il controllo nelle mani dei loro fondatori. L’aumento è stato così marcato che nel triennio 2017-2019 quasi il 30% di tutte le IPO negli Stati Uniti adottava una struttura *dual-class*.

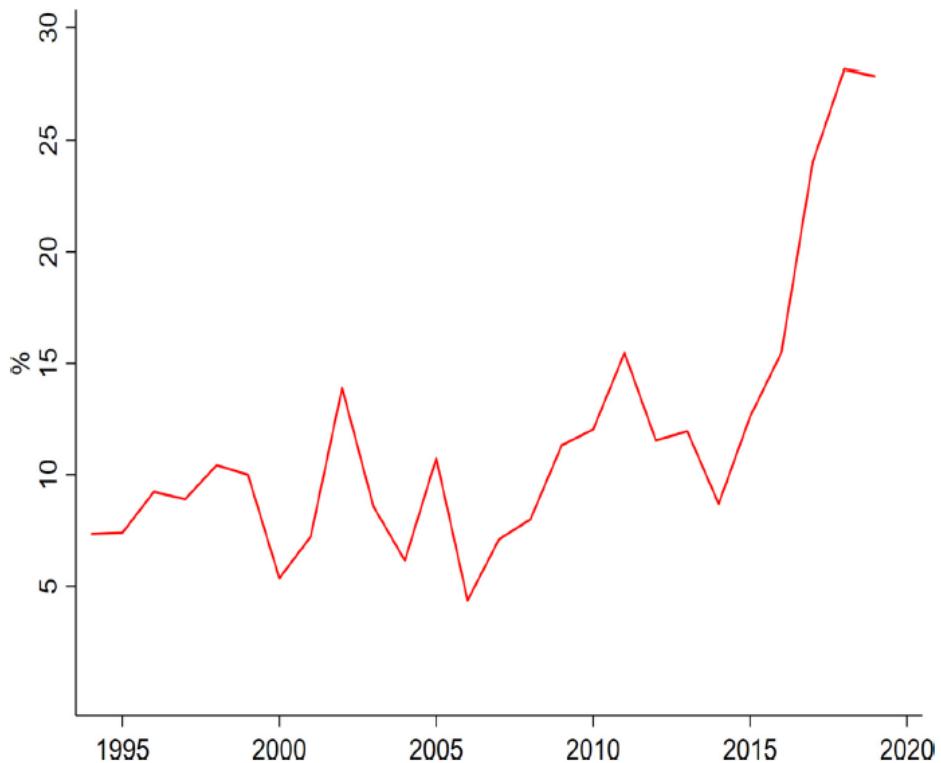


Figura 18: Percentuale IPO dual class negli Stati Uniti

Fonte: Aggarwal et al. 2022

Questo ritorno delle *dual-class share*, spesso in forme che garantiscono un controllo quasi perpetuo ai fondatori (come nel caso di Snap, che ha emesso azioni per il pubblico totalmente prive di diritto di voto), ha riaccesso un acceso dibattito accademico e normativo. La tendenza è, infatti, in netta controtendenza rispetto alla crescente pressione degli investitori istituzionali e dei *proxy advisor* per rimuovere meccanismi di difesa manageriale, come *staggered boards* o *poison pills*.

L'analisi di Aggarwal et al. 2022, per comprendere meglio il fenomeno, ha scomposto il dato aggregato, creando un nuovo database che classifica il tipo di controllore in ciascuna IPO *dual-class*: gli autori dimostrano che l'aumento non è omogeneo e che post-2006 è guidato quasi esclusivamente dai fondatori (figura 19).

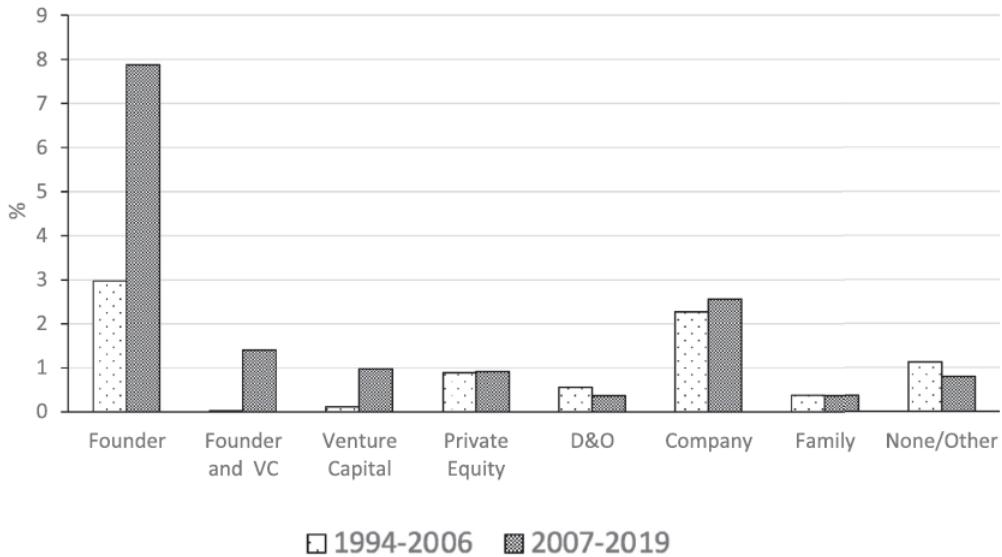


Figura 19: IPO dual class per tipo di socio controllante
 Fonte: Aggarwal et al. 2022

Gli autori ipotizzano che questo trend non derivi da un peggioramento della *governance*, ma da un mutato equilibrio di potere. L'aumento delle IPO *founder-controlled* riflette una maggiore forza contrattuale (*bargaining power*) dei fondatori rispetto agli investitori. I fondatori attribuiscono un valore elevato al mantenimento del controllo e ora hanno il potere negoziale per imporlo. Questa maggiore forza contrattuale è attribuibile principalmente a due fattori di contesto. Il primo è l'aumento dell'offerta di capitale privato di rischio (*Private equity, venture capital, business angels*), che ha fornito ai fondatori valide alternative di finanziamento, riducendo la loro dipendenza dal mercato pubblico. Il secondo è la riduzione della domanda di capitale dovuta agli shock tecnologici, in particolare l'avvento del *cloud computing*, che hanno drasticamente ridotto i costi per avviare e scalare un'impresa, specialmente nei settori *"Cloud"* come il software. Avendo bisogno di meno capitali esterni, i fondatori sono meno dipendenti dagli investitori.

4.4.1 L'influenza positiva delle dual class share su crescita e innovazione

Il dibattito accademico e finanziario sull'adozione delle dual-class shares (DCS) si è riacceso negli Stati Uniti parallelamente alla loro crescente popolarità tra le imprese *"tech"* di alto profilo, come Google, Facebook e Snap. Sebbene la letteratura abbia ampiamente documentato i potenziali costi di agenzia e il *management entrenchment* derivanti da questo disallineamento tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa (Masulis et al. 2009), la difesa principale di questa struttura si fonda sulla sua capacità di agire come scudo contro lo *"short-termism"* dei mercati.

Lo studio di Jordan et al. 2016 testa empiricamente proprio questa ipotesi. Le *dual class share* sono uno strumento ottimale per le imprese

che necessitano di isolare il management dalle pressioni a breve termine del mercato, permettendo loro di focalizzarsi sull'implementazione di progetti a lungo termine. Tale pressione spinge spesso i manager a sacrificare investimenti economicamente vantaggiosi (come Ricerca e Sviluppo), al fine di raggiungere gli obiettivi di utile trimestrale. In un contesto teorico, già Stein 1988 e, successivamente, Chemmanur e Jiao 2012 avevano ipotizzato che le protezioni antitakeover potessero mitigare la miopia manageriale, incoraggiando investimenti in progetti rischiosi ma ad alto potenziale di crescita nel lungo periodo.

L'analisi empirica di Jordan et al. 2016, condotta sul mercato statunitense dal 1994 al 2011, conferma questa visione. In primo luogo, le imprese *dual class share* mostrano effettivamente caratteristiche differenti. Hanno tassi di crescita delle vendite e intensità di R&D significativamente superiori rispetto alle loro controparti *single-class*.

Successivamente, lo studio identifica i canali attraverso cui questa "protezione" opera. Le imprese *dual class* risultano effettivamente meno esposte alle pressioni a breve termine. Hanno una quota inferiore di investitori istituzionali "transienti" (azionisti con un orizzonte temporale breve e alti tassi di turnover); hanno una minore probabilità di subire un *takeover*; ricevono una minore copertura da parte degli analisti finanziari, i quali sono noti per focalizzare l'attenzione sugli utili a breve termine.

Infine, l'aspetto più rilevante riguarda la valutazione. Sebbene la letteratura dominante (es. P. A. Gompers et al. 2010) trovi che le imprese *dual class* scambino a sconto, gli autori dimostrano che questo non è vero per tutte le aziende. Suddividendo il campione, emerge che le imprese ad alta crescita (definite da alta intensità di R&D e alta crescita delle vendite) che adottano una struttura *dual class* sono valutate dal mercato con un premio (una Q di Tobin superiore) rispetto alle imprese *single-class* comparabili. Il "classico" sconto si applica, invece, solo alle imprese *dual class* a bassa crescita. Questo suggerisce che il mercato è disposto a valutare positivamente l'isolamento del management, a condizione che questo venga utilizzato per perseguire strategie di crescita e innovazione a lungo termine.

4.4.2 Confronto con gli altri meccanismi di protezione del management

Le *dual class share* non sono l'unico strumento a disposizione di un'impresa per isolare il management, tuttavia, rappresentano la forma più radicale ed efficace di protezione. È utile confrontarle sia con i meccanismi antitakeover tradizionali (come poison pills e staggered boards), sia con le loyalty shares analizzate in precedenza.

Gli strumenti *antitakeover* classici, come le *poison pills* (che rendono proibitivo il costo di un'acquisizione ostile) o gli *staggered boards* (che rallentano il rinnovo del CdA, impedendo a un acquirente di prenderne il controllo immediato), sono primariamente meccanismi di difesa. Sono progettati per attivarsi in risposta a una minaccia esterna, aumentando il potere negoziale del management esistente. Le *dual-class shares*, al contrario,

sono uno strumento di controllo proattivo e permanente. Come sottolineato da Jordan et al. 2016, queste sono la forma più "estrema" di protezione perché, concentrando la maggioranza dei voti nelle mani dei fondatori, rendono un takeover ostile virtualmente impossibile. Mentre poison pills e staggered boards sono stati criticati per i costi di agenzia che generano (come documentato da P. Gompers et al. 2003), la giustificazione moderna delle *dual-class shares*, specialmente nel settore tecnologico, trascende la mera difesa. Esse servono a isolare la "visione" del fondatore dalle pressioni a breve termine del mercato, permettendo investimenti a lungo termine in innovazione che potrebbero altrimenti essere sacrificati.

L'analisi empirica di Jordan et al. 2016 ha rilevato che, in effetti, le aziende *dual-class* sono soggette a una pressione di mercato a breve termine significativamente inferiore rispetto alle loro controparti *single-class*. Tale pressione ridotta è stata misurata attraverso tre canali principali: una minore presenza di investitori istituzionali "transienti" (investitori con un orizzonte temporale breve, come analizzato da **bushee1998**), una probabilità più bassa di essere oggetto di un'acquisizione ostile e una minore copertura da parte degli analisti finanziari, noti per l'enfasi posta sugli utili a breve termine (Dugar e Nathan 1995).

Parallelamente alla minore pressione di mercato, lo studio ha riscontrato che le aziende *dual-class* mostrano effettivamente maggiori opportunità di crescita. Specificamente, le aziende *dual-class* nel campione analizzato (1994-2011) presentavano tassi di crescita delle vendite e un'intensità di spesa in Ricerca e Sviluppo (R&D) nettamente superiori rispetto alle aziende *single-class*. Questo risultato ha permesso agli autori di introdurre una fondamentale distinzione nel dibattito sulla valutazione di queste società. Mentre studi precedenti, come quello ampiamente citato di P. A. Gompers et al. 2010, avevano trovato che le aziende *dual-class* vengono scambiate a una valutazione di mercato inferiore, Jordan et al. 2016 dimostrano che questo non è universalmente vero. Essi rilevano che, sebbene le aziende *dual-class* a bassa crescita soffrano di una valutazione inferiore, le aziende *dual-class* ad alta crescita (definite da alta crescita delle vendite e alta intensità di R&D) beneficiano di una valutazione di mercato (Q di Tobin) superiore rispetto alle loro controparti *single-class*. Questo suggerisce che il mercato riconosce e apprezza il valore della struttura *dual-class* come scudo protettivo proprio quando l'azienda ha progetti innovativi e a lungo termine da implementare, supportando i modelli teorici di Chemmanur e Jiao 2012.

Per consolidare le loro conclusioni e affrontare le preoccupazioni relative all'endogeneità (ovvero, il fatto che le aziende scelgano attivamente la propria struttura di capitale), gli autori hanno utilizzato un campione di "unificazioni", studiando le aziende che hanno abbandonato la struttura *dual-class* per passare a quella *single-class*. I risultati di questa analisi sono stati decisamente eloquenti: dopo l'unificazione, le aziende hanno mostrato un calo significativo delle opportunità di crescita (minore R&D e minore crescita delle vendite) e, allo stesso tempo, un aumento della pressione di mercato a breve termine (maggiore presenza di investitori transienti, maggiore copertura degli analisti

e maggiore esposizione al rischio di *takeover*). Questi risultati avvalorano l'ipotesi che la struttura *dual-class* sia uno strumento scelto strategicamente per proteggere le fasi di alta crescita e che venga abbandonato quando tali opportunità si riducono.

4.4.3 La riduzione dei benefici nel tempo e l'clausole sunset

La valutazione positiva delle strutture *dual-class* riscontrata da Jordan et al. 2016 viene messa in discussione se si conduce un'analisi intertemporale sul rapporto tra costi e benefici. L'argomentazione più incisiva contro le *dual-class share*, infatti, non riguarda la loro adozione al momento dell'IPO, ma la loro natura perpetua.

L'analisi di Bebchuk e Kastiel 2017 sostiene che l'equilibrio tra vantaggi e svantaggi di una *dual-class share* si deteriora inevitabilmente con il passare del tempo, dato che i benefici tendono a erodersi, mentre i costi aumentano esponenzialmente.

Il beneficio principale, ovvero la protezione della visione strategica o dell'abilità di leadership superiore del fondatore, è intrinsecamente legato alla persona e alla contingenza storica. Con il passare dei decenni, questo vantaggio si erode per cause naturali, quali:

- con l'invecchiamento del fondatore, le sue capacità possono diminuire o, come nel caso emblematico di Sumner Redstone in Viacom, può diventare mentalmente o fisicamente incapace, lasciando l'azienda in un limbo decisionale;
- anche se il fondatore scompare, il controllo perpetuo viene spesso trasferito a eredi che potrebbero non possedere alcuna delle abilità che originariamente giustificavano la struttura;
- l'ambiente di business può cambiare così radicalmente (specialmente nel tech) che la visione del fondatore, un tempo geniale, diventa obsoleta o "ill-fitting" (inadatta).

Mentre i benefici si erodono, i costi di agenzia aumentano. Il costo principale deriva dall'allargamento del "cuneo" (wedge) tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa. Gli autori, basandosi su studi come Masulis et al. 2009 e P. A. Gompers et al. 2010, notano che i fondatori usano la protezione delle *dual-class share* per vendere gran parte delle loro azioni economiche nel tempo, al fine di diversificare il loro patrimonio personale. Di conseguenza, l'azionista di controllo si trova a prendere decisioni per l'intera azienda (potendo estrarre benefici privati), pur sopportando solo una frazione minima delle conseguenze finanziarie negative.

Il problema è che queste strutture inefficienti persistono indefinitamente. I fondatori hanno "incentivi perversi" a non smantellare la struttura *dual-class*, anche quando è diventata palesemente inefficiente. Questo perché, in caso di unificazione (ritorno a OSOV), il fondatore riceverebbe solo una piccola

frazione (pari alla sua quota economica) dei guadagni di efficienza creati, ma perderebbe il 100% dei suoi benefici privati di controllo .

Data l'impossibilità di un'autocorrezione ex-post, l'unica soluzione per mitigare i danni crescenti delle *dual-class share* è l'introduzione di clausole " *sunset*" (clausole di decadenza) obbligatorie al momento dell'IPO. Tuttavia, non tutte le *sunssets* sono efficaci.

Le *sunssets* basate su eventi (es. morte del fondatore) o sulla soglia di possesso (*ownership sunset*) sono criticate dagli autori e definite largamente inefficaci, poiché permettono comunque un "controllo a vita" (che per un giovane fondatore tech può significare 50 anni) o possono essere facilmente aggirate mantenendo il possesso appena sopra la soglia minima.

La clausola ritenuta più efficace è la *fixed-time sunset*, che prevede la conversione automatica a *single-class* dopo un periodo definito (es. 10 o 15 anni), a meno che un'estensione non venga approvata dalla maggioranza degli azionisti non affiliati (cioè escludendo il fondatore stesso dal voto).

L'efficacia di questa soluzione, però, si scontra con la realtà del mercato. Come documentato da Aggarwal et al. 2022, sebbene l'uso delle *sunssets* sia in aumento, i fondatori che hanno il maggior potere contrattuale (e che quindi riescono a imporre una struttura *dual class*) sono anche quelli che riescono a imporre le *sunssets* meno restrittive (come quelle basate sul trasferimento o sulla proprietà), evitando le clausole più stringenti legate al tempo.

Conclusioni

Questo lavoro di tesi si è prefisso l'obiettivo di analizzare l'introduzione delle maggiorazioni del diritto di voto nel mercato azionario italiano, valutando se queste favoriscano l'espropriazione degli azionisti di minoranza o se, al contrario, possano generare benefici. È innegabile che la matrice "politica" dietro la riforma del 2014 (Legge n. 116/2014) fosse rilevante. La volontà di stimolare un mercato azionario storicamente asfittico, attrarre nuove quotazioni (come evidenziato dalle analisi sulle motivazioni delle IPO in Italia di Pagano et al. 1998) e frenare la migrazione di grandi gruppi verso ordinamenti esteri più flessibili, come quello olandese, ha giocato un ruolo cruciale nella decisione del legislatore che, agendo in apparente controtendenza rispetto alle riforme pro-trasparenza dei decenni precedenti, ha sollevato il legittimo sospetto che si trattasse di un consolidamento dell'*entrenchment* a favore degli azionisti di controllo.

L'analisi comparata del quarto capitolo ha dimostrato che gli effetti negativi delle deviazioni dall'OSOV non sono affatto scontati. L'evidenza internazionale suggerisce che, in presenza di giusti presupposti, le maggiorazioni del diritto di voto possano generare benefici tangibili, anche per gli azionisti di minoranza. In Francia, lo studio di Belot et al. 2023 ha mostrato come il mercato abbia reagito positivamente all'adozione delle *loyalty shares* e come queste abbiano stimolato investimenti a lungo termine (R&D). Negli Stati Uniti, Jordan et al. 2016 hanno evidenziato che, sebbene le imprese *dual-class* a bassa crescita siano scambiate a sconto (P. A. Gompers et al. 2010), quelle ad alta crescita e innovazione sono valutate con un premio. Il mercato, quindi, riconosce il valore delle strutture *dual-class* come strumento di protezione della visione strategica di lungo periodo dalle pressioni di breve termine del mercato (come teorizzato da Stein 1988). Analogamente, il modello svedese, analizzato da Hagelin et al. 2006, mostra come le *dual-class*, in un contesto di forte tutela ex-post (dove i premi di controllo sono bassi, Nenova 2003), siano usate come meccanismo sofisticato per allineare gli incentivi, permettendo ai fondatori di diversificare il proprio rischio personale (spesso sotto-diversificato, Anderson e Reeb 2003) senza imporre all'azienda politiche finanziarie eccessivamente conservative e costose.

Ciò che emerge come fattore critico non è tanto l'adozione in sé, quanto la sua durata. L'analisi intertemporale, sottolineata con forza da Bebchuk e Kastiel 2017 per il caso statunitense, è il vero nodo del problema. I benefici (come la visione del fondatore) sono intrinsecamente temporanei e destinati a erodersi, mentre i costi di agenzia, derivanti dall'allargamento del *wedge* tra diritti di voto e diritti sui flussi di cassa (Masulis et al. 2009, P. A. Gompers et al. 2010), aumentano esponenzialmente. Questa asimmetria temporale suggerisce la necessità di *sunset provision* obbligatorie. Tuttavia, come documentato da Aggarwal et al. 2022, le specifiche condizioni del mercato USA, dove il *bargaining power* dei fondatori tech è cresciuto enormemente, tendono a rendere queste clausole inefficaci, favorendo *sunset* deboli (legate all'evento) piuttosto che quelle stringenti (legate al tempo).

È qui che lo strumento specifico scelto dal legislatore italiano, le *loyalty shares* (art. 127-quinquies TUF), mostra la sua peculiarità. A differenza delle *dual-class shares* statunitensi, le azioni a voto maggiorato italiane non costituiscono una categoria speciale di azioni e sono strettamente legate al possessore, perdendo il privilegio in caso di trasferimento. Questo introduce, di fatto, una clausola *sunset* intrinseca, che lega il beneficio alla fedeltà del singolo azionista e ne impedisce il trasferimento in caso di cessione. Inoltre, la loro validità è estesa a tutti gli azionisti che mantengono l'investimento per il periodo richiesto (tipicamente 24 mesi), non solo al fondatore, rafforzando l'obiettivo teorico di favorire una platea di investitori stabili, allineati alla visione di lungo periodo. Questi strumenti permettono, inoltre, di risolvere il problema di agenzia evidenziato da Hagelin et al. 2006, consentendo all'azionista di controllo di "liberare" capitale (come notano anche Bajo et al. 2020) e ridurre la propria esposizione al rischio idiosincratico, senza perdere il controllo.

Infine, è fondamentale notare come questa riforma si sia inserita in un mercato, quello Italiano, che si distingue per l'elevata concentrazione proprietaria, dove l'UCA detiene già, in media, quote che garantiscono il controllo assoluto. In un simile scenario, il potere di estrarre benefici privati esiste a prescindere dalle maggiorazioni del voto. Lo studio di Bajo et al. 2020 conferma questa visione, infatti l'adozione delle *loyalty shares* in Italia non ha generato reazioni negative di mercato e le imprese che le hanno adottate hanno mostrato performance superiori rispetto alle controparti che hanno preferito il modello OSOV, anche perché gli investitori avevano già apprezzato precedentemente il controllo della famiglia. Le *loyalty shares*, quindi, più che aumentare un potere di espropriazione già esistente, sembrano agire come uno strumento più moderno, trasparente e, soprattutto, non perpetuo (rispetto ai vecchi CEMs) per gestire la stabilità del controllo, la strategia di lungo periodo e per consentire alle imprese di intraprendere più efficienti strategie di raccolta del capitale.

A1 Tabelle

| | Famiglie | | | Stato ed enti locali | | |
|-------------------------|----------------|--------------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|--------------------------|
| | Numero società | %totale | %Capitalizzazione totale | Numero società | %totale | %capitalizzazione totale |
| 2012 | 152 | 60,6 | 26,4 | 22 | 8,8 | 41,7 |
| 2013 | 149 | 61,1 | 29,7 | 21 | 8,6 | 34,7 |
| 2014 | 145 | 60,9 | 27,7 | 19 | 8 | 32,2 |
| 2015 | 143 | 61,1 | 29,2 | 19 | 8,1 | 30,4 |
| 2016 | 146 | 63,5 | 33,3 | 21 | 9,1 | 35,9 |
| 2017 | 145 | 62,8 | 33,5 | 23 | 10 | 34 |
| 2018 | 152 | 65,8 | 33 | 23 | 10 | 37,8 |
| 2019 | 145 | 63,6 | 25,6 | 24 | 10,5 | 39,7 |
| 2020 | 144 | 64,0 | 27,2 | 25 | 11,1 | 39,3 |
| 2021 | 137 | 63,4 | 25,6 | 25 | 11,6 | 35,3 |
| 2023 | 131 | 62,4 | 23,3 | 25 | 11,9 | 37,1 |
| 2024 | 118 | 60,2 | 19,5 | 25 | 12,8 | 33,8 |
| Istituzioni finanziarie | | | Misto | | | |
| Numero società | %totale | %capitalizzazione totale | Numero società | %totale | %capitalizzazione totale | |
| 2012 | 9 | 3,6 | 0,6 | 20 | 8,0 | 6,8 |
| 2013 | 9 | 3,7 | 0,7 | 16 | 6,6 | 7,2 |
| 2014 | 11 | 4,6 | 0,9 | 16 | 6,7 | 7,5 |
| 2015 | 10 | 4,3 | 0,9 | 14 | 6,0 | 3,6 |
| 2016 | 10 | 4,3 | 0,8 | 12 | 5,2 | 3,6 |
| 2017 | 14 | 6,1 | 0,9 | 7 | 3,0 | 2,6 |
| 2018 | 11 | 4,8 | 0,4 | 7 | 3,0 | 1,9 |
| 2019 | 12 | 5,3 | 3,4 | 7 | 3,1 | 0,7 |
| 2020 | 7 | 3,1 | 4,2 | 7 | 3,1 | 0,5 |
| 2021 | 6 | 2,8 | 2,3 | 8 | 3,7 | 1,0 |
| 2023 | 5 | 2,4 | 1,9 | 10 | 4,8 | 2,5 |
| 2024 | 7 | 3,6 | 1,8 | 9 | 4,6 | 1,7 |
| no UCA | | | | | | |
| Numero società | %totale | %capitalizzazione totale | | | | |
| 2012 | 48 | 19,1 | 24,5 | | | |
| 2013 | 49 | 20,0 | 27,8 | | | |
| 2014 | 47 | 19,7 | 31,7 | | | |
| 2015 | 48 | 20,5 | 35,9 | | | |
| 2016 | 41 | 17,8 | 26,5 | | | |
| 2017 | 42 | 18,2 | 29,0 | | | |
| 2018 | 38 | 16,4 | 27,0 | | | |
| 2019 | 40 | 17,5 | 30,6 | | | |
| 2020 | 42 | 18,6 | 28,7 | | | |
| 2021 | 40 | 18,5 | 35,9 | | | |
| 2023 | 39 | 18,6 | 35,3 | | | |
| 2024 | 37 | 18,9 | 43,1 | | | |

Tabella 15: Ultimate controlling agent nelle società quotate Italiane
Fonte: Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024).

| 2024 | Totale | Ftse Mib | Mid Cap | STAR | altro |
|--|--------------------|------------------------|----------------|----------------|--------------|
| <i>almeno un investitore istituzionale</i> | | | | | |
| numero società | 53 | 19 | 8 | 18 | 8 |
| %totale indice | 27 | 55,9 | 25 | 28,1 | 12,1 |
| quota media | 7,9% | 8,0% | 6,4% | 8,1% | 8,5% |
| <i>almeno un investitore istituzionale Italiano</i> | | | | | |
| numero società | 16 | 2 | 1 | 8 | 5 |
| %totale indice | 8,2 | 5,9 | 3,1 | 12,5 | 7,6 |
| quota media | 9,4% | 4,2% | 9,0% | 10,5% | 9,7% |
| <i>almeno un investitore istituzionale Straniero</i> | | | | | |
| numero società | 42 | 17 | 7 | 14 | 4 |
| %totale indice | 21,4 | 50 | 21,9 | 21,9 | 6,1 |
| quota media | 8,0% | 8,5% | 6,0% | 8,6% | 7,7% |
| 2024 | finanziario | non finanziario | PMI | non PMI | |
| <i>almeno un investitore istituzionale</i> | | | | | |
| numero società | 14 | 39 | 24 | 29 | |
| %totale indice | 34,1 | 25,2 | 17,98 | 47,5 | |
| quota media | 9,6% | 7,3% | 8,2% | 7,7% | |
| <i>almeno un investitore istituzionale Italiano</i> | | | | | |
| numero società | 4 | 12 | 12 | 4 | |
| %totale indice | 9,8 | 7,7 | 8,9 | 6,6 | |
| quota media | 10,7% | 8,9% | 10,0% | 7,7% | |
| <i>almeno un investitore istituzionale Straniero</i> | | | | | |
| numero società | 12 | 30 | 16 | 26 | |
| %totale indice | 29,3 | 19,4 | 11,9 | 42,6 | |
| quota media | 10,2% | 7,2% | 8,2% | 7,9% | |

Tabella 16: Partecipazioni rilevanti di investitori istituzionali per dimensioni e settore di attività delle società quotate italiane

Fonte: *Rapporto sulla Corporate Governance delle società quotate italiane (2024)*.

Acronimi

- AIM Italia** Alternative Investment Market Italia. 39
- CC** Codice Civile. 53–55
- CdA** Consiglio di amministrazione. 75
- CEMs** Control enhancing mechanisms. 4, 46, 48, 53, 61–63, 65, 80
- CEO** Chief Executive Officer. 9, 30
- CONSOB** Commissione Nazionale per le società e la borsa. 2, 34, 36, 41, 43, 48–50, 52, 55, 57, 59, 60
- EGM** Extraordinary General Meeting. 66, 67
- ESG** Environmental, Social, Governance. 51
- ETF** Exchange Traded Fund. 34
- EXM** Euronext Milan. 52
- FTSE MIB** Financial Times Stock Exchange, Milano Indice di Borsa. 38, 41, 45, 56
- IPO** Initial public offering. 27, 30–33, 62, 72–74, 77–79
- IRI** Istituto per la Ricostruzione Industriale. 34
- LSE** London Stock Exchange. 35, 39
- MAD** Market Abuse Directive (2003). 36
- MAR** Market Abuse Regulation (2016). 36
- MID Cap** Middle-size capitalization. 45
- MiFID** Markets in Financial Instruments Directive(2004/2007). 36
- MiFID II** Markets in Financial Instruments Directive II(2014/2018). 36
- MiFIR** Market in Financial Instruments Regulation. 36
- MOT** Mercato telematico delle obbligazioni e dei Titoli di Stato. 34
- MTA** Mercato Telematico Azionario. 34
- MTF** Multilateral Trading Facility. 35, 63
- MTS** Mercato Telematico dei Titoli di Stato. 35

- OPA** Offerta Pubblica di Acquisto. 8
- OSOV** One Share-One Vote. 15, 17, 18, 20–22, 25, 26, 28, 29, 31, 48, 60, 63, 66, 68, 69, 72, 77, 79, 80
- PBC** Private benefits of control. 4–6
- PIL** Prodotto interno lordo. 37, 69, 70
- PMI** Piccole e Medie Imprese. 35, 38, 39, 43, 45, 58, 60
- SEC** Securities and Exchange Commission. 27
- SRD II** Shareholder Rights Directive II(2017/2019). 36
- STAR** Segmento titoli ad alti requisiti. 38, 45, 56, 58
- TUF** Testo Unico della Finanza. 34, 36, 46, 47, 49, 54–57
- UCA** Ultimate controlling agent. 41–43, 48, 59, 80, 81

Bibliografia

- Alchian, Armen A (1950). «Uncertainty, evolution, and economic theory». In: *Journal of political economy* 58.3, pp. 211–221.
- Downs, Anthony (1957). *An economic theory of political action in a democracy*. Vol. 65. 2. The University of Chicago Press, pp. 135–150.
- Manne, Henry G. (1965). «Mergers and the Market for Corporate Control». In: *The Journal of Political Economy*, pp. 110–120.
- Alchian, Armen A e Harold Demsetz (1972). «Production, information costs, and economic organization». In: *The American economic review* 62.5, pp. 777–795.
- Hirschman, Albert O (1972). *Exit, voice, and loyalty: Responses to decline in firms, organizations, and states*. Harvard university press.
- Capriglione, Francesco (1975). «L’istituzione della Consob e la ‘filosofia’ della legge n. 216 del 1974». In: *Rivista di Diritto Commerciale*, pp. 249–270.
- Meckling, William H e Michael C Jensen (1976). «Theory of the Firm». In: *Managerial behavior, agency costs and ownership structure* 3.4, pp. 305–360.
- Myers, Stewart C (1977). «Determinants of corporate borrowing». In: *Journal of financial economics* 5.2, pp. 147–175.
- Klein, Benjamin, Robert G Crawford e Armen A Alchian (1978). «Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process». In: *The journal of Law and Economics* 21.2, pp. 297–326.
- Fama, Eugene F (1980). «Agency problems and the theory of the firm». In: *Journal of political economy* 88.2, pp. 288–307.

- Grossman, Sanford J e Oliver D Hart (1980). «Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation». In: *The Bell Journal of Economics*, pp. 42–64.
- Fama, Eugene F e Michael C Jensen (1983). «Separation of ownership and control». In: *The journal of law and Economics* 26.2, pp. 301–325.
- Hart, Oliver D (1983). «The market mechanism as an incentive scheme». In: *The Bell Journal of Economics*, pp. 366–382.
- Ritter, Jay R (1984). «The “hot issue” market of 1980». In: *Journal of business*, pp. 215–240.
- DeAngelo, Harry e Linda DeAngelo (1985). «Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock». In: *Journal of Financial economics* 14.1, pp. 33–69.
- Jensen, Michael C (1986). «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers». In: *The American economic review* 76.2, pp. 323–329.
- Fischel, Daniel R (1987). «Organized exchanges and the regulation of dual class common stock». In: *U. Chi. L. Rev.* 54, p. 119.
- Gilson, Ronald J (1987). «Evaluating dual class common stock: The relevance of substitutes». In: *Virginia Law Review*, pp. 807–844.
- Grossman, Sanford J e Oliver D Hart (1988). «One share-one vote and the market for corporate control». In: *Journal of financial economics* 20, pp. 175–202.
- Harris, Milton e Artur Raviv (1988). «Corporate governance: Voting rights and majority rules». In: *Journal of financial economics* 20, pp. 203–235.
- Jarrell, Gregg A e Annette B Poulsen (1988). «Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: The recent evidence». In: *Journal of Financial Economics* 20, pp. 129–152.
- Stein, Jeremy C (1988). «Takeover threats and managerial myopia». In: *Journal of political economy* 96.1, pp. 61–80.
- Barclay, Michael J e Clifford G Holderness (1989). «Private benefits from control of public corporations». In: *Journal of financial Economics* 25.2, pp. 371–395.
- Stein, Jeremy C (1989). «Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior». In: *The quarterly journal of economics* 104.4, pp. 655–669.
- Jensen, Michael C e Kevin J Murphy (1990). «Performance pay and top-management incentives». In: *Journal of political economy* 98.2, pp. 225–264.
- Aghion, Philippe e Patrick Bolton (1992). «An incomplete contracts approach to financial contracting». In: *The review of economic Studies* 59.3, pp. 473–494.
- Loughran, Tim, Jay R Ritter e Kristian Rydqvist (1994). «Initial public offerings: International insights». In: *Pacific-Basin Finance Journal* 2.2-3, pp. 165–199.
- Zingales, Luigi (1994). «The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience». In: *The Review of Financial Studies* 7.1, pp. 125–148.

- Dugar, Amitabh e Siva Nathan (1995). «The effect of investment banking relationships on financial analysts' earnings forecasts and investment recommendations». In: *Contemporary accounting research* 12.1, pp. 131–160.
- Ljungqvist, Lars e Thomas J Sargent (1995). «The Swedish unemployment experience». In: *European Economic Review* 39.5, pp. 1043–1070.
- Zingales, Luigi (1995). «What determines the value of corporate votes?» In: *The quarterly journal of economics* 110.4, pp. 1047–1073.
- Nickell, Stephen J (1996). «Competition and corporate performance». In: *Journal of political economy* 104.4, pp. 724–746.
- Mikkelsen, Wayne H, M Megan Partch e Kshitij Shah (1997). «Ownership and operating performance of companies that go public». In: *Journal of financial economics* 44.3, pp. 281–307.
- Shleifer, Andrei e Robert W Vishny (1997). «The limits of arbitrage». In: *The Journal of finance* 52.1, pp. 35–55.
- Zingales, Luigi e Raghuram G Rajan (1997). «The tyranny of the inefficient: An enquiry into the adverse consequences of power struggles». In: *Available at SSRN* 7217.
- Pagano, Marco, Fabio Panetta e Luigi Zingales (1998). «Why do companies go public? An empirical analysis». In: *The journal of finance* 53.1, pp. 27–64.
- Porta, Rafael La et al. (1998). «Law and finance». In: *Journal of political economy* 106.6, pp. 1113–1155.
- Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000). «Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights». In:
- Claessens, Stijn et al. (2002). «Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings». In: *The journal of finance* 57.6, pp. 2741–2771.
- Faccio, Mara e Larry HP Lang (2002). «The ultimate ownership of Western European corporations». In: *Journal of financial economics* 65.3, pp. 365–395.
- Ritter, Jay R e Ivo Welch (2002). «A review of IPO activity, pricing, and allocations». In: *The journal of Finance* 57.4, pp. 1795–1828.
- Anderson, Ronald C e David M Reeb (2003). «Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500». In: *The journal of finance* 58.3, pp. 1301–1328.
- Gompers, Paul, Joy Ishii e Andrew Metrick (2003). «Corporate governance and equity prices». In: *The quarterly journal of economics* 118.1, pp. 107–156.
- Nenova, Tatiana (2003). «The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis». In: *Journal of financial economics* 68.3, pp. 325–351.
- Roe, Mark J (2003). *Political determinants of corporate governance: Political context, corporate impact*. Oxford University Press.
- Bebchuk, Lucian e Jesse Fried (2004). *Pay without performance*. Vol. 29. Harvard University Press Cambridge, MA.

- Dyck, Alexander e Luigi Zingales (2004). «Private benefits of control: An international comparison». In: *The journal of finance* 59.2, pp. 537–600.
- Nicodano, Giovanna e Alessandro Sembenelli (2004). «Private benefits, block transaction premiums and ownership structure». In: *International Review of Financial Analysis* 13.2, pp. 227–244.
- Lamandini, Marco (2005). «Il 'nuovo' potere sanzionatorio della Consob». In: *Rivista delle Società* 50.6, pp. 1189–1225.
- Bianchi, Marcello e Magda Bianco (2006). «Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?» In: *ECGI-Finance Working Paper* 144.
- Carpenter e Rondi (2006). «Going public to grow? Evidence from a panel of Italian firms». In: *Small Business Economics* 27.4, pp. 387–407.
- Hagelin, Niclas, Martin Holmén e Bengt Pramborg (2006). «Family ownership, dual-class shares, and risk management». In: *Global Finance Journal* 16.3, pp. 283–301.
- Enriques, Luca e Paolo Volpin (2007). «Corporate governance reforms in continental Europe». In: *Journal of economic perspectives* 21.1, pp. 117–140.
- Holmen, Martin, John D Knopf e Stefan Peterson (2007). «Trading-off corporate control and personal diversification through capital structure and merger activity». In: *Journal of Business Finance & Accounting* 34.9-10, pp. 1470–1495.
- Adams, Renée e Daniel Ferreira (2008). «One share-one vote: The empirical evidence». In: *Review of Finance* 12.1, pp. 51–91.
- Brav, Alon et al. (2008). «Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance». In: *The Journal of Finance* 63.4, pp. 1729–1775.
- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen e Allen Ferrell (2009). «What matters in corporate governance?» In: *The Review of financial studies* 22.2, pp. 783–827.
- Masulis, Ronald W, Cong Wang e Fei Xie (2009). «Agency problems at dual-class companies». In: *The Journal of Finance* 64.4, pp. 1697–1727.
- Adams, Renée B, Benjamin E Hermalin e Michael S Weisbach (2010). «The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey». In: *Journal of economic literature* 48.1, pp. 58–107.
- Giroud, Xavier e Holger M Mueller (2010). «Does corporate governance matter in competitive industries?» In: *Journal of financial economics* 95.3, pp. 312–331.
- Gompers, Paul A, Joy Ishii e Andrew Metrick (2010). «Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States». In: *The Review of Financial Studies* 23.3, pp. 1051–1088.
- Bigelli, Marco, Vikas Mehrotra e P Raghavendra Rau (2011). «Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy». In: *Journal of Corporate Finance* 17.5, pp. 1619–1635.
- Giroud, Xavier e Holger M Mueller (2011). «Corporate governance, product market competition, and equity prices». In: *the Journal of Finance* 66.2, pp. 563–600.

- Chemmanur, Thomas J e Yawen Jiao (2012). «Dual class IPOs: A theoretical analysis». In: *Journal of Banking & Finance* 36.1, pp. 305–319.
- Bigelli, Marco e Ettore Croci (2013). «Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy». In: *Journal of Empirical Finance* 24, pp. 94–107.
- Bolton, Patrick e Frédéric Samama (2013). «Loyalty-shares: Rewarding long-term investors». In: *Journal of Applied Corporate Finance* 25.3, pp. 86–97.
- Bebchuk, Lucian, Alon Brav e Wei Jiang (2015). *The long-term effects of hedge fund activism*. Rapp. tecn. National Bureau of Economic Research.
- Jenter, Dirk e Fadi Kanaan (2015). «CEO turnover and relative performance evaluation». In: *the Journal of Finance* 70.5, pp. 2155–2184.
- Coffee Jr, John C, Darius Palia et al. (2016). «The wolf at the door: The impact of hedge fund activism on corporate governance». In: *Annals of Corporate Governance* 1.1, pp. 1–94.
- Jordan, Bradford D, Soohyung Kim e Mark H Liu (2016). «Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure». In: *Journal of Corporate Finance* 41, pp. 304–328.
- Annunziata, Filippo (2017). *La disciplina del mercato mobiliare*. 8^a ed. Torino: Giappichelli Editore.
- Bebchuk e Kastiel (2017). «The untenable case for perpetual dual-class stock». In: *Va. L. Rev.* 103, p. 585.
- Howell, Jason W (2017). «The survival of the US dual class share structure». In: *Journal of Corporate Finance* 44, pp. 440–450.
- Salvi, Antonio et al. (2019). «Voting Premium in Italy: An Analysis over a 30-Year Period». In: *International Journal of Business and Management* 14.1, pp. 206–215.
- Abrardi, L e L Rondi (2020). *Ownership and control after 25 years of corporate governance reforms: the case of Italy*.
- Bajo, Emanuele et al. (2020). «Bolstering family control: Evidence from loyalty shares». In: *Journal of Corporate Finance* 65, p. 101755.
- Aggarwal, Dhruv et al. (2022). «The rise of dual-class stock IPOs». In: *Journal of Financial Economics* 144.1, pp. 122–153.
- Lidman, Erik e Rolf Skog (2022). «London Allowing dual class Premium listings: A Swedish comment». In: *Journal of Corporate Law Studies* 22.1, pp. 83–114.
- Belot, François, Edith Ginglinger e Laura T Starks (2023). «Encouraging long-term shareholders: The effects of loyalty shares with double voting rights». In: *Finance* 0, pp. I26–LIX.
- Agostini, Federica e Valerio Novembre (2024). «La Direttiva in tema di azioni a voto plurimo nell'era della Capital Markets Union: cui prodest?» In: *Rivista delle società* 2024.4, pp. 697–733.
- Barcellona, Eugenio (2024). «Le migrazioni olandesi di grandi gruppi italiani: libertà di stabilimento e diritto societario imperativo». In: *RIVISTA DELLE SOCIETÀ* 2024.4, pp. 610–662.

Enriques, Luca (2024). «Concorrenza tra ordinamenti e migrazioni opportunistiche: che fare?» In: *RIVISTA DELLE SOCIETÀ* 69.4, pp. 596–609.

Schiuma, Laura (2024). «L'attrattività dei piani di fedeltà olandesi». In: *RIVISTA DELLE SOCIETÀ* 2024.4, pp. 734–753.

Ringraziamenti

Vorrei esprimere la mia più sentita gratitudine alla mia relatrice, la professoressa Laura Rondi, per avermi guidato con pazienza e competenza nella realizzazione del mio progetto di tesi e per avermi trasmesso la sua passione per la materia già dal corso di Economia e finanza d'Impresa.

Ringrazio con affetto la mia correlatrice, la professoressa Rossella Rivaro. La disponibilità e la gentilezza con la quale mi ha accompagnato nella produzione dell'elaborato hanno reso semplice e piacevole l'approccio al Diritto Commerciale.