

# POLITECNICO DI TORINO

Collegio di Ingegneria Gestionale

**Corso di Laurea Magistrale**

**in Ingegneria Gestionale**

Tesi di Laurea Magistrale

Separazione tra proprietà e controllo:  
dual class shares, accordi tra azionisti e  
piramidi societarie



**Relatore**

prof. Laura Rondi

**Candidato**

De Cet Federico

LUGLIO 2018



## RINGRAZIAMENTI

Desidero ringraziare tutti coloro che attraverso i loro suggerimenti e il loro supporto, hanno contribuito alla stesura di questa tesi; a loro va la mia più sentita e sincera gratitudine.

Ringrazio anzitutto la professoressa Laura Rondi, che attraverso la sua disponibilità e i suoi consigli, mi ha guidato nella scrittura e nello sviluppo dell'elaborato.

Un ringraziamento speciale, va inoltre a tutta la mia famiglia ed in particolare a mio padre e a mia madre che hanno sempre creduto in quello che facevo e mi hanno moralmente supportato fino alla fine di questo percorso.

Ringrazio inoltre i miei più cari amici, compagni e coinquilini, che hanno condiviso con me gioie, sacrifici e successi; l'affetto e il sostegno dimostratomi hanno reso questo traguardo ancora più significativo.

## Sommario

1. PROPOSITO DELLA TESI .....	6
2. LETTERATURA SULLA CORPORATE GOVERNANCE .....	7
2.1 Introduzione .....	7
2.2 Studi esistenti sulla proprietà ed il controllo .....	8
2.3 Problemi d'agenzia .....	12
2.4 Contendibilità e controllo .....	15
2.5 Benefici privati del controllo .....	18
2.6 Approccio law and finance .....	23
2.7 Strumenti legali.....	27
3. MECCANISMI PER GARANTIRE IL CONTROLLO .....	32
3.1 Strumenti per garantire il controllo.....	32
3.2 Dual class shares.....	35
3.3 Le coalizioni .....	40
3.4 Piramidi societarie .....	45
4. CASO EUROPA .....	50
4.1 Meccanismi per garantire il controllo e la loro diffusione .....	53
4.2 Il controllo in Europa .....	55
4.3 Meccanismi a disposizione delle società.....	57
4.4 Strutture piramidali .....	61
4.5 Accordi tra investitori .....	65
4.6 Dual class shares.....	68
4.6.1 Voto multiplo .....	70
4.6.2 Azioni senza diritto di voto .....	72
4.6.3 Azioni senza diritto di voto con preferenza .....	73

5. CASO ITALIA.....	75
5.1 Gli interventi legislativi e le riforme della corporate governance.....	75
5.1.1 Prima della legge Draghi .....	75
5.1.2 La legge Draghi.....	81
5.1.3 Periodo successivo alla legge Draghi .....	83
5.2 Processo di riforme, quali effetti? .....	87
5.2.1 Come sono cambiati gli assetti proprietari.....	87
5.2.2 Come è cambiata l'Italia a vent'anni dalla Legge Draghi.....	93
5.3 I gruppi piramidali.....	97
5.3.1 Le piramidi dopo il 2010 .....	105
5.4 Patti parasociali .....	108
5.4.1 Il declino dei patti come strumento per garantire il controllo .....	115
5.5 Dual class shares.....	118
5.4.1 Le dual class shares dopo il Decreto Competitività .....	121
6. CONCLUSIONI .....	126
7. BIBLIOGRAFIA .....	129

## 1. PROPOSITO DELLA TESI

Il seguente elaborato ha come obiettivo quello di analizzare le principali forme di distorsione dei diritti di voto nelle società, derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo: le dual class shares, accordi tra investitori e le piramidi societarie. Questi temi sono importanti in quanto rappresentano i tre maggiori meccanismi in grado, attraverso la separazione tra proprietà e controllo, di garantire il controllo delle società.

Nella trattazione verrà inizialmente proposta una breve introduzione che ha come obiettivo quello di esporre il tema della corporate governance ed il concetto di separazione tra proprietà e controllo, con i problemi di agenzia connessi. Tre capitoli di letteratura, a seguire, esporranno ampiamente i tre fenomeni elencati precedentemente in modo da presentare in maniera completa il tema centrale di riferimento.

In una seconda fase, maggiormente descrittiva, si illustrerà la diffusione di questi meccanismi all'interno del panorama europeo.

In ultimo, al fine di trattare la fattispecie italiana, una prima parte verrà dedicata alla descrizione delle principali riforme del governo societario, per esaminare successivamente, i tre meccanismi al centro dell'elaborato, nel nostro paese.

Si cerca dunque di presentare questi tre temi nella maniera più ampia possibile, passando dalla teoria dei primi capitoli agli effetti pratici in Europa e in Italia. Nel nostro paese si concentra lo sforzo maggiore dell'elaborato, comprendente da una parte, dei capitoli che trattano le riforme della corporate governance e i cambiamenti degli assetti proprietari italiani; dall'altra la trattazione di come questi meccanismi si siano sviluppati e diffusi nei contesti economici ed istituzionali esposti precedentemente. L'intento ultimo, è dunque, quello di comprendere a fondo questi fenomeni, soprattutto per quanto riguarda il nostro paese e cercare di stabilire connessioni tra la loro diffusione, il contesto legislativo e gli assetti di mercato. Questo proposito aggiungerebbe un'ulteriore tassello alla comprensione di come questi fenomeni nascono e si sviluppano e permetterebbe in un futuro prossimo di proporre misure più mirate atte al ridimensionamento o alla disciplina dei tre meccanismi al centro della trattazione.

## 2. LETTERATURA SULLA CORPORATE GOVERNANCE

### 2.1 Introduzione

Allo scopo di entrare nel merito del tema principale dell'elaborato, ponendosi l'obiettivo di trattare le principali problematiche e conseguenze legate alla separazione tra la proprietà ed il controllo, sembra doveroso fare un'iniziale introduzione per chiarire cosa si intende per corporate governance. Questa, o governo societario, rappresenta l'insieme delle regole preposte a disciplinare la gestione e la direzione di una società o di un ente, che sia esso pubblico o privato. Il fine ultimo di questo sistema è quello di garantire un'efficiente allocazione del controllo. Per fare questo è importante da una parte che le società siano controllate dai soggetti più capaci ed adatti e che le stesse imprese abbiano facilmente accesso a finanziamenti esterni, garantendo ai finanziatori le giuste certezze e garanzie. Risulta inoltre necessario che a coloro che hanno intenzione di entrare e dunque di fornire risorse economiche ad una società, venga garantita la giusta remunerazione, proporzionata al risultato della società stessa. Il governo societario è quindi quello strumento, in grado di garantire questa convergenza di interessi, in grado dunque di mantenere un alto livello di fiducia tra gli stakeholders (portatori di interesse) e di garantire una ripartizione equa del rischio e del beneficio economico. La competitività e l'efficienza della società, dipende strettamente dal suo governo societario. Gli obiettivi di un'impresa dovrebbero dunque essere allineati, all'efficienza della struttura aziendale e proprietaria, in modo da favorire il processo di creazione di valore. Nessun azionista potrebbe avere dei motivi che lo spingerebbero verso decisioni che potrebbero risultare dannose per il valore della società, e di conseguenza dannose dei suoi stessi interessi. Le ragnatele di interessi economici dei vari stakeholders, in quanto creazione di valore, presuppongono che essi siano portati a condividere le decisioni societarie nonché a partecipare congiuntamente al rischio societario (Colombi, 2003).

Alla radice della questione sulla corporate governance vi è il concetto di separazione tra proprietà e controllo; esso è alla base del funzionamento del governo societario e dei mercati finanziari, nonché il principio base su cui si fonda la società per azioni. Secondo

questo concetto la proprietà ed il controllo in una società non si sovrappongono, ma dovrebbero rimanere separate. La prima funzione è affidata agli azionisti, proprietari di fatto della società; agli amministratori (manager), ne è invece affidata la direzione. I primi delegano il potere gestionale ai secondi, secondo una relazione di principale-agente, che verrà ripresa meglio nel capitolo successivo. Si può, da un punto di vista economico, identificare separazione tra proprietà e controllo quando non vi sia convergenza tra i diritti di proprietà (cash flow rights, ovvero diritti a godere dei profitti dell'impresa) e voting rights (ovvero diritti di voto nell'assemblea per l'elezione del C.d.A.).

## 2.2 Studi esistenti sulla proprietà ed il controllo

Il primo ed anche uno dei più importanti studi sulla proprietà ed il controllo nelle società, è quello di Berle e Means (1932). Nel loro studio, Berle e Means, cercano evidenze riguardo alla diffusione della separazione tra proprietà e controllo nelle società. Nel caso fosse presente una separazione perfetta tra proprietà e controllo il capitale dovrebbe risultare altamente frammentato nelle mani degli azionisti, e l'effettivo controllo da parte dell'azionista di maggioranza o di quei pochi azionisti che detengono grandi partecipazioni, dovrebbe essere compromesso. Riconoscono che questo modello, definito "la modern corporation" è ben inserito, almeno per quanto riguarda il mercato americano. I due accademici, riscontrano infatti, che nella maggior parte delle società il capitale è talmente frammentato, ed il primo azionista possiede una percentuale talmente bassa di capitale, che di fatto è impossibilitato ad avere qualsiasi probabilità di controllo attivo sul management. La separazione tra proprietà e controllo, in questo caso, è presente, ed è più o meno diffusa nella maggior parte delle società osservate. Quanto riscontrato da Berle e Means, viene trovato anche da Gordon (1938), facendo riferimento a 107 società quotate nel mercato di New York. La dimensione delle partecipazioni detenute, risulta anche in questo caso ridotta; in media, inoltre, queste partecipazioni sono tanto più piccole quanto maggiori sono le dimensioni delle imprese.

Attraverso lo studio di Berle e Means (1932), viene stimolata una grossa mole di studi aventi come tema centrale la separazione tra proprietà e controllo. Le loro argomentazioni furono riprese soprattutto negli anni 60'. Secondo Manne (1965) il controllo è da intendere come un vero e proprio assets, che può contare su un vero e proprio mercato. Nello specifico, la differenza tra i valori di mercato delle azioni dovrebbero essere conseguenza e derivare direttamente dai differenti gradi di efficienza gestionale, dato che la correlazione tra prezzo e le performance aziendali è positiva. Grossman e Hart (1986) e Hart e Moore (1990), concepiscono il controllo e la proprietà in maniera complementare, piuttosto che vederli come concetti distinti. La proprietà infatti, dovrebbe essere intesa come un diritto residuale che permette di esercitare il controllo e prendere decisioni operative in presenza di avvenimenti che non sono disciplinati in maniera contrattuale. Ciò avviene in quanto la contrattazione ha sempre un certo grado di incertezza, dovuta al fatto che i contraenti non possono essere a conoscenza ex-ante di tutti i possibili comportamenti ed evenienze che potrebbero presentarsi. L'elaborazione di un contratto completo, comporterebbe dei costi di stesura altissimi, per questi motivi, spesso viene permesso alla proprietà di esercitare il controllo e di assumere decisioni nel caso di eventi imprevisti.

Tornando allo studio effettuato da Berle e Means (1932), l'influenza della loro pubblicazione fu talmente ampia, che le affermazioni a cui arrivarono vennero prese per universalmente valide ed applicabili a tutto il resto dei mercati. Il risultato fu che per molto tempo, non si effettuarono studi approfonditi al di fuori del panorama statunitense, infatti fino a poco tempo fa ancora poco si sapeva riguardo al controllo delle società al di fuori del mercato americano. Solo dopo diversi decenni, gli studiosi cominciarono ad effettuare studi sulla proprietà e il controllo estesi a tutto il panorama mondiale, giungendo ad evidenze diverse da quelle prese per buone nello studio del 1932.

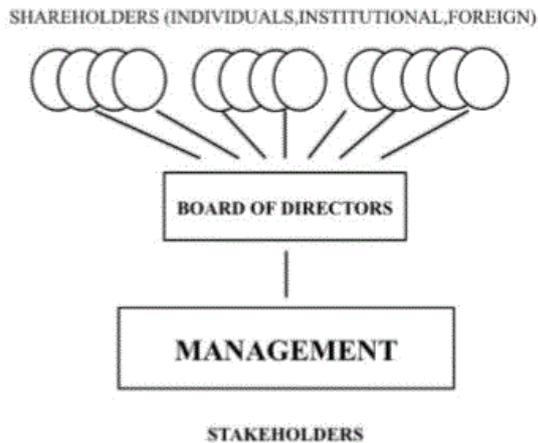
Franks e Mayer (1995), infatti, descrivono due tipi di strutture di proprietà e controllo: quello che loro chiamano sistema di insider ed outsider. Il sistema outsider corrisponde a quello descritto da Berle e Means, dove la proprietà è dispersa tra un gran numero di investitori esterni. I due autori, osservano che questo sistema è molto radicato anche nel Regno Unito. In quest'ultimo, la maggior parte dell'equity è posseduta da istituzioni finanziarie, prevalentemente fondi di pensione e società assicurative. Negli Stati Uniti, invece, gli

azionisti individuali sono più diffusi. Il fattore dunque che accomuna questi due mercati, è che prevalentemente nessun azionista possiede una grande quantità di azioni in una compagnia. Come conseguenza essi esercitano un piccolo controllo diretto sulla società e la separazione tra proprietà e controllo è effettiva, come trovato da Berle e Means.

Al contrario, Franks e Mayer, osservano che nell'Europa continentale emerge un modello diverso. Poche società sono quotate, e la maggior parte di esse hanno un notevolmente alto livello di concentrazione della proprietà. Prendendo in considerazione le 170 maggiori società quotate in Francia e in Germania, più dell'80% possiedono un singolo azionista che possiede almeno il 25% delle azioni. Scoprono inoltre che più del 50%, possiedono un azionista di maggioranza. A confronto nel Regno Unito solo il 16% delle 170 maggiori società possiedono più del 25%, e solo 6% hanno un azionista di maggioranza. In conseguenza di questa concentrazione di proprietà estremamente alta nei mercati continentali, appare evidente che esistono delle profonde differenze nella struttura del mercato. Franks e Mayer notano che a possedere la proprietà in questi mercati sono soprattutto due tipi di soggetti: le famiglie e altre società. Partecipazione incrociate e complesse ragnatele di partecipazioni tra le società sono di uso comune in questi paesi. Le società frequentemente possiedono azioni in forma piramidale, in cui quindi una società A possiede azioni nella società B, che a sua volta le possiede nella C e così via. Franks e Mayer osservano inoltre che in molti casi, ma non in tutti, è presente un'apprezzabile partecipazione dello Stato. Simili risultati sono stati ottenuti da Barca et al. (1994) per quanto concerne il panorama italiano, di cui se ne parlerà più approfonditamente nei capitoli successivi.

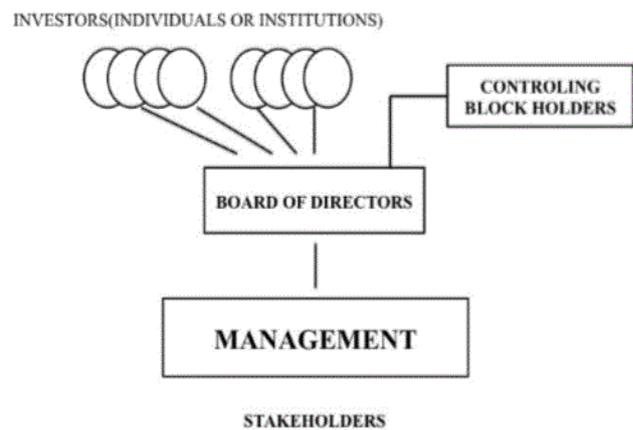
La Porta e al. (1997 1999), estendono questo studio ad un numero maggiore di stati. Scoprono che il sistema dell'insider che era presente nell'Europa continentale è largamente diffuso in ampie parti del mondo. Riconducono invece al sistema outsider anche il mercato Giapponese. Concludono dunque, che lo studio di Berle e Means del 1932, è molto meno applicabile di quanto pensato in precedenza, infatti, il sistema insider appare largamente dominante. In questa semplice schematizzazione si possono cogliere le differenze fondamentali tra i due sistemi (figg 1-2).

Figura 1: Sistema outsider



Fonte: Sharifi N. (2014) *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Eastern Mediterranean University. p. 14

Figura 2: Sistema insider



Fonte: Sharifi N. (2014) *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Eastern Mediterranean University. p. 11

Come si può notare, nella prima figura è rappresentato il sistema outsider, dove gli azionisti esercitano i loro diritti in maniera indiretta, partecipando ai meeting generali ed eleggendo i membri del board. La struttura di proprietà è altamente frammentata, quindi è altamente difficile per un singolo azionista avere la capacità di influenzare il management della società. Nella figura seguente, invece, è rappresentato il sistema insider, dove il management è controllato da un blocco di controllo che possiede la maggioranza delle azioni e come risultato, controlla il potere di voto.

Secondo Betch e Mayer (2000) gli studi illustrati precedentemente, presentano tuttavia dei seri problemi metodologici. In primo luogo, la copertura è piuttosto limitata. Franks e Mayer ad esempio prendono in considerazione solamente Francia, Germania e Regno Unito. La Porta invece si focalizza sulle 20 imprese più grandi all'interno di 27 paesi. Il problema quindi è che da una parte si ha un considerevole numero di società, ma un numero esiguo di stati campione, nel secondo abbiamo un piccolo numero di imprese ed una grande quantità di stati. Secondariamente l'analisi del controllo è rudimentale, in tutti e due i saggi ci si riferisce alla proprietà, ma in realtà quello che si va a misurare sono i voti di controllo. Questo è derivante anche dal fatto che i dati sulla proprietà sono spesso non disponibili, quindi quello che si può andare ad esaminare sono i diritti di voto. In verità, l'analisi del controllo nel suo complesso è un'operazione molto difficile.

La possibilità di effettuare degli studi più precisi riguardo a questi temi, emerse negli anni successivi, in relazione ad un programma di trasparenze largamente implementato in Europa. Per facilitare la creazione di un mercato di equity Europeo, gli stati partecipanti hanno adottato la Large Holding Directive (82/627/EEC)<sup>1</sup>. Una delle principali innovazioni introdotte, è rappresentata dal fatto che le partecipazioni superiori al 10%, dovessero venire riportate nell'informativa societaria. In futuro sarà possibile estendere questi studi all'Est Europa in quanto gli stati che entreranno a far parte dell'Unione Europea dovranno sottostare anche a queste direttive. A livello internazionale i principi OECD<sup>2</sup> di Corporate Governance e gli sforzi di IOSCO<sup>3</sup> tenderanno di rendere maggiormente effettive queste trasparenze per poter effettuare ulteriori studi.

### 2.3 Problemi d'agenzia

Il dibattito, aperto da Berle e Means, ci ha permesso in questo capitolo di capire dove e quando si verifica questa separazione tra proprietà e controllo. Per arrivare a definire il tema centrale del nostro elaborato, ovvero i meccanismi di controllo, bisogna tuttavia fare un ulteriore passaggio. Ci si chiede a questo punto, quali sono le possibili problematiche che possono derivare dalla separazione tra proprietà e controllo.

A raccogliere l'eredità di Berle e Means, fu Marris (1964), che elaborò un modello in cui spiegava le relazioni tra il comportamento dei manager, vincoli esterni e crescita dell'impresa. Nel suo modello si chiede come è possibile massimizzare il rapporto tra il valore di mercato delle azioni della società ed il suo valore di libro: la valuation ratio. Come già anticipato nel capitolo precedente, alla massimizzazione del valore dell'impresa concorrono due soggetti differenti: gli azionisti ed i manager. Non sempre gli interessi di questi soggetti convergono in maniera ottimale, in modo da beneficiare alla società. Nel

---

<sup>1</sup> Questo rapporto contiene i risultati provenienti da uno studio internazionale, condotto dai membri dello European Corporate Governance Network. Viene riscontrato un alto livello di concentrazione del controllo in molti paesi europei, in cui un blockholders possiede più del 50% dei voti.

<sup>2</sup> Organizzazione per la cooperativa e lo sviluppo economico. E' un'organizzazione internazionale di studi economici per i paesi membri, paesi sviluppati aventi in comune un'economia di mercato.

<sup>3</sup> Acr. di: International Organisation of Securities Commissions. Si occupa delle autorità di vigilanza sui mercati internazionali.

modello di Marris infatti, vengono definite due funzioni obiettivo; la prima, quella dedicata agli azionisti, mira alla massimizzazione del profitto (dividendi). La funzione obiettivo dei manager, invece, punta da un lato a ottimizzare la crescita dell'impresa che permette di accrescere la remunerazione, il potere il prestigio e i benefici non monetari, mentre dall'altro lato punta a massimizzare la sicurezza del proprio posto e ruolo, che dipende dai risultati conseguiti e dal giudizio degli azionisti del suo operato. Il modello di Marris è di importanza assoluta per la letteratura, tanto che la sua è stata definita come la prima "teoria dell'impresa". Per Marris, dunque, un qualsiasi manager per decidere in quale direzione indirizzare il proprio impegno, utilizza una metodologia che è guidata da due diversi fattori: da una parte la crescita della società e dall'altra la tutela della propria posizione manageriale. Il profitto, in questo caso, viene visto come un mezzo in grado di soddisfare tutte e due le esigenze. Massimizzare la crescita dell'impresa e del profitto non risultano però completamente compatibili, infatti a causa dell'inserimento di economie di scala e della rischiosità di diversificazione, il profitto non cresce ma tende a diminuire progressivamente. Ai manager, dunque, serve trovare con la dovuta attenzione un punto di equilibrio tra queste due propensioni, che non possono essere soddisfatte tutte e due in toto. Già in questo modello, emerge che non sempre gli interessi dei due soggetti coincidono tra loro.

La conseguenza è che nel processo decisionale, gli interessi degli uni (agent) e degli altri (principal), divergono e sfociano in distribuzioni asimmetriche di interessi. La risoluzione di queste asimmetrie, comporta, naturalmente, dei costi aggiuntivi (agency costs), che andranno a pesare sul valore. Da questo concetto, di separazione tra proprietà e controllo, deriva una concreta sottrazione di controllo degli investitori sulle decisioni manageriali. Questo concetto, è riconosciuto come "teoria dell'agenzia", sviluppatasi secondo due tendenze principali: quello "positivista" e quello detto "principal-agent". Il punto di contatto tra queste due visioni del problema è il contratto tra il soggetto del principale e il soggetto dell'agente. I primi, i positivisti, hanno osservato in quali situazioni i due soggetti potrebbero avere obiettivi diversi o opposti, e di conseguenza hanno identificato una sequenza di azioni che il governo societario può mettere in atto per evitare i comportamenti opportunistici dell'agente. Questo filone si è concentrato in prevalenza nello studio dei meccanismi del governo societario specificatamente collegati alla relazione tra questi due soggetti. I tre articoli particolarmente influenti per questo pensiero sono: Jensen e Meckling (1976), Fama

(1980) e Fama e Jensen (1983). Dall'altra parte, la seconda teoria, quella del principal-agent, si basa su una concezione più larga del rapporto tra i due personaggi, di conseguenza risulta maggiormente astratto e applicabile ad un numero maggiore di relazioni.

Di particolare rilievo, per il primo filone di pensiero, risulta quello di Jensen e Meckling (1976). La loro trattazione propone diversi spunti sia sulla teoria dell'agenzia, sia riguardo al governo societario. All'epoca non esisteva ancora una teoria che potesse spiegare come obiettivi diversi da parte di soggetti diversi potessero essere messi in equilibrio. Da una parte il concetto è ripreso dallo stesso Jensen (1983), mentre dall'altra parte una critica alla teoria classica dell'impresa viene da esposta da Fama (1980). Questi due studiosi, si inseriscono perfettamente in una visione contrattualistica dell'impresa, concetto che era stato inizialmente avanzato da Coase (1937). I diritti di proprietà (property rights) sono al centro di questa visione. Essi sono regolati tramite contratti, che possono essere impliciti o espliciti; di conseguenza il comportamento di coloro che agiscono all'interno dell'impresa, è guidato dalla natura di questi contratti. Il rapporto tra il principal e l'agent, è in poche parole una sorta di contratto, in cui il primo affida al secondo la gestione di determinate attività e responsabilità su decisioni aziendali. La separazione tra proprietà e controllo, secondo Fama (1980), gioca un ruolo essenziale nell'efficienza aziendale. L'autore, infatti, afferma che esistono due funzioni affidate all'imprenditore. In primo luogo, egli è preposto alla gestione dell'attività, in secondo luogo a questa gestione è connesso un rischio, che l'imprenditore si deve assumere. Quando c'è separazione tra proprietà e controllo, il manager gestisce l'impresa, ma tuttavia non ha in capo a sé stesso il rischio d'impresa, che rimane dunque all'azionista. L'importante, alla base di questa visione contrattualistica, per Fama, è che il mercato dei capitali e del lavoro, siano efficienti, in modo tale da controllare questo meccanismo ed in particolare sia in grado di monitorare l'operato dei manager.

## 2.4 Contendibilità e controllo

Le problematiche esposte nei capitoli precedenti, farebbero presumere che la separazione tra proprietà e controllo nelle società non sia ottimale. L'imprenditore individuale, in effetti, dovrebbe non solo risultare la struttura più efficiente, ma anche quella ottima; il gestore, nonché possessore dell'impresa, non avrebbe infatti alcun motivo per agire o perpetrare azioni avverse all'impresa e dunque ai suoi obiettivi. Nonostante questa ipotesi teorica, nella realtà l'impresa individuale spesso non corrisponde alla forma organizzativa più efficiente. Da una parte le pressioni competitive del mercato e il continuo fabbisogno di capitali, impongono una compagine societaria più strutturata e complessa, che nonostante i costi di agenzia, comporta più benefici che costi (Caprio, 1998).

La compagine societaria può essere dunque più o meno ampia. La proprietà è suddivisa in titoli rappresentativi (azioni), che nel loro insieme formano il capitale azionario e nella loro unità sono chiamate azioni. I possessori di questi titoli sono dunque chiamati azionisti, e possiedono una percentuale maggiore o minore della società a seconda della quantità di titoli detenuti. In base a questo una società può essere definita non contendibile o contendibile. Nel primo caso è presente un azionista o un gruppo di azionisti, che in ragione della quantità di azioni che possiedono, godono della maggioranza. Hanno dunque la capacità di imporre le proprie decisioni, e precludere qualsiasi tentativo di acquisizione ostile da parte di altri soggetti terzi. Nelle società contendibili, questi soggetti non possiedono una quota di capitale necessario per imporre le proprie decisioni, di conseguenza il controllo della società risulta contendibile, in quanto l'assetto proprietario rende possibili acquisizioni da parte di investitori esterni.

La distinzione tra società contendibili e non contendibili diventa particolarmente efficace quando si parla di separazione tra proprietà e controllo. Nelle società contendibili la separazione tra controllo e proprietà, dovrebbe essere netta, ed è tanto più intensa quanto più diffuso è il capitale sociale. Quando la proprietà è distribuita su una vasta pluralità, nessun azionista o gruppo di azionisti è in grado di esercitare il controllo, neanche per via indiretta mediante pressione sul management aziendale, la cui sostituzione diventa difficile da realizzare, data l'impossibilità di assumere decisioni condivise nella compagine societaria.

Il manager, potrebbe dunque essere portato a perpetuare comportamenti forieri di benefici per lui stesso, ma inefficienti nell'ottica dell'impresa. Dall'altra parte nelle società non contendibili, nonostante la concentrazione di proprietà possa, in alcuni casi mitigare il problema di agenzia, essa crea successivamente un secondo conflitto. Gli interessi di coloro che possiedono larghi blocchi di voti potrebbero invece divergere da coloro che ne possiedono pochi; ossia i cosiddetti azionisti di minoranza. I grandi azionisti sono nella posizione di impegnarsi in attività che possano portare loro un beneficio a discapito degli altri. Questa teoria è stata ampiamente presentata da Jensen e Meckling (1976). In essa viene preso in esame il caso in cui un manager proprietario può liberamente scegliere il livello di consumo di beneficio privato perché possiede tutti i diritti di controllo mentre vende solo i diritti di cassa. L'esempio più ovvio di questi benefici privati è lo spostamento di attività a valore societario attraverso trasferimenti monetari, verso società in cui il manager proprietario ha un interesse. In molti paesi ci sono specifiche restrizioni per questo tipo di azioni, mentre in altri ne ce ne sono molte meno. Da una parte dunque nelle società contendibili, il rischio è che il management operi comportamenti volti a massimizzare non il valore della società, ma i propri benefici privati. D'altra parte nelle società non contendibili, altrettanti elementi di inefficienza scaturiscono dagli eventuali conflitti di interessi che possono sorgere tra controlling shareholder e non-controlling shareholder. Altre condizioni di inefficienza sono, infine, generabili dagli stessi benefici privati che la posizione di controlling shareholder assicura all'azionista di maggioranza, a discapito dei non-controlling shareholders, nei casi in cui detti benefici comportino depauperamento del patrimonio aziendale, piuttosto che il semplice trasferimento di valore dagli azionisti di minoranza agli azionisti di maggioranza.

Peraltro, nelle società contendibili, con struttura proprietaria frazionata, il management, pur esercitando di fatto il controllo della società è esposto al rischio di rimozione da parte dei nuovi azionisti, che possono procedere a riguardo dopo aver acquisito la maggioranza societaria. E' il cosiddetto "Board", i cui membri sono i cosiddetti amministratori, esso è l'organo collegiale a cui è affidata la gestione della società, a cui gli azionisti ne delegano la direzione. L'elezione dei membri di questo organo è affidata all'assemblea dei soci, presieduta dagli azionisti stessi. I proprietari della società hanno quindi la possibilità di eleggere i gestori tramite una maggioranza in assemblea. Ne consegue che possedendo la

maggioranza di voti è possibile esercitare al massimo grado il ruolo di socio/azionista, cioè indirizzare la generale volontà dell'azienda, predeterminando appunto i massimi vertici decisionali e gestionali. Si può quindi affermare che il controllo dell'azienda è nelle mani dell'individuo o del gruppo che ha in realtà il potere di selezionare il "Board of Directors" (o la sua maggioranza). Esso è dunque, soltanto formalmente di spettanza della proprietà nel suo insieme, poiché di fatto esso viene esercitato dagli azionisti che, in base alle regole deliberative della società, sono in grado di prendere decisioni anche per conto dell'altra compagine proprietaria.

Stimare il controllo in una società, non è un'operazione semplice. Esso si caratterizza, come spiegato precedentemente per la capacità di votare di votare in assemblea e dunque per la quantità di voting rights o diritti di voto posseduti dal soggetto. Uno dei metodi più largamente utilizzato è, tuttavia, quello delle fixed rules. Partendo dalla percentuale minima di partecipazione, in base a questo metodo, viene ricostruito il potere di controllo che attribuisce al detentore il controllo di fatto delle società. Questa percentuale può essere fissata in modo diverso dai vari autori ma considerando comunque la dispersione del capitale tra gli azionisti. La misura, ad esempio, del 20% viene indicata da La Porta et al (1999), quale partecipazione che consente di esercitare realmente il controllo, laddove il restante 80% sia distribuito tra tanti piccoli azionisti. Si individuano di conseguenza i tra distinti gradi di controllo:

- Il primo, in cui il primo azionista o il gruppo di azionisti, detenendo la maggioranza assoluta dei voti, assume le decisioni sia in assemblea ordinaria che in straordinaria.
- Il secondo, in cui l'azionista o il gruppo di azionisti, pur non possedendo la maggioranza assoluta dei voti, ne detiene una percentuale che gli permette di assumere le decisioni in seconda convocazione, sia in assemblea ordinaria che in straordinaria.
- Il terzo, in cui il primo azionista o il gruppo di azionisti è in grado di assumere le decisioni in seconda convocazione in assemblea ordinaria ma non in assemblea straordinaria.

Ovviamente il primo grado denota un peso superiore, in termini di efficacia del controllo, al secondo ed ancora più del terzo. Per quanto riguarda le partecipazioni del primo grado, non sono necessarie ulteriori informazioni oltre a quella della maggioranza assoluta dei voti. Nel

caso del secondo e del terzo grado, invece, l'accertamento è subordinato alla stima della quota di capitale potenzialmente partecipante all'assemblea.

## 2.5 Benefici privati del controllo

Con quanto detto precedentemente, si è introdotto il concetto di controllo come la situazione in cui uno o più soggetti abbiano la capacità di controllare di fatto un'impresa e dispongano dei voting rights necessari per imporre le proprie decisioni. A questo punto della trattazione, è utile introdurre un concetto già citato precedentemente, che rappresenta il motivo per cui i soggetti detengono il controllo: i benefici privati del controllo. Questi, sono considerati da alcuni studiosi come un valore fisico, attribuibile alla semplice condizione di essere nella situazione di controllo in una società (Harris e Raviv, 1988; Aghion e Bolton 1992). In questa definizione gli studiosi, focalizzano la propria attenzione dividendo questi benefici in "perquisites" dai benefici derivanti dal "tunneling". La posizione dei top manager è in grado di godere dei primi, detti anche "perks". I secondi invece corrispondono a delle vere e proprie pratiche espropriative, che sono messe in atto dagli azionisti o dall'azionista di maggioranza a danni di quelli di minoranza. Questa ultima tipologia è tipica dell'Europa continentale, perché fondata su blocchi di controllo dominanti, il che non esclude che il fenomeno sia presente anche negli Stati Uniti, anche se in maniera inferiore. Nel loro complesso i benefici privati del controllo vanno al di là dei soli benefici monetari, quindi della partecipazione ai profitti e al capital gain. E' possibile, infatti, suddividere questi benefici in due grandi tipologie: quelli pecuniari e quelli non pecuniari. Sicuramente nei primi, rientrano i perks, ma anche un'ampia gamma di forme di scambio tra il soggetto possessore della posizione e la società; queste tipologie di scambi verranno definiti maggiormente successivamente. Vi fanno parte anche altre forme di scambio tra il soggetto che rientrano in una sfera maggiormente soggettiva e comprendono benefici quali il prestigio personale, la fama e l'autorealizzazione. Rappresenta una dimensione non strettamente economica, che risulta dunque difficilmente quantificabile proprio per la sua natura psicologica.

Gli studiosi Ehrhardt e Nowak (2003) hanno suddiviso le tipologie di benefici privati del controllo, oltre che facendo riferimento alla dicotomia pecuniari/non pecuniari,

introducendo il tema della trasferibilità. In questo modo, hanno potuto identificare quattro tipologie:

- **Self-dealing:** Sono i cosiddetti benefici pecuniari, che nascono dal trasferimento di risorse economiche dell'azienda.
- **Dilution:** Risultano sempre essere benefici monetari, ma non sono trasferibili e non sono facilmente replicabili. Per la loro natura, sono in grado di avvantaggiare i maggiori azionisti a scapito di quelli minori. Si differenziano dai self-dealing, perché non comprendono un diretto trasferimento di assets.
- **Amenities:** Corrispondono a quei benefici non monetari, non collegati alla ricchezza degli azionisti di controllo. Sono tuttavia, facilmente trasferibili ad altro proprietario. Provengono dall'esercizio del potere personale, sia interno sia esterno all'impresa, oppure derivanti dal settore in cui la stessa società opera.
- **Reputation:** Sono i classici benefici non monetari, non facilmente trasferibili. Ne fanno parte il prestigio, la fama e sono specifici dell'azionista di controllo.

Enriques (2002), facendo riferimento al mercato italiano, contrappone i benefici dissipativi da quelli non dissipativi. Solo i primi sono tuttavia in grado di creare danno ad altri azionisti. L'ultima suddivisione che ci si propone di esporre è quella fatta da Bianchi et al. (2005), che dividono i benefici tra "buoni" e "cattivi". Questa suddivisione va al di là della definizione di benefici privati del controllo. Questi infatti, in quanto espropriativi per propria natura, dovrebbero essere considerati come negativi e quindi cattivi. I benefici buoni, sono quelli remunerativi, che sono provenienti da elementi psicologici, quali la fama, il prestigio e il senso di potere, ma sostanzialmente di natura non monetaria. Fatta questa distinzione, gli autori affermano che i cosiddetti benefici buoni, non sono da condannare, sono altresì da incentivare in quanto fungono da stimolo al soggetto possessore, che sarà maggiormente portato a svolgere al meglio il proprio compito. Sono inoltre uno strumento, atto a garantire il corretto raggiungimento dell'efficienza del controllo in maniera statica.

Al di là delle varie suddivisioni che gli studiosi di letteratura possono fare, il fatto che accomuna questi benefici privati, è che qualunque ne sia la fonte, essi non sono condivisibili tra la totalità degli shareholder, ma sono godibili unicamente dalla parte in controllo. Non bisogna pensare tuttavia che il fatto di trovarsi in controllo conferisca solo benefici: alle volte comporta anche costi. Mantenere un blocco di voti, per esempio forzerebbe il grande

azionista a non diversificare in maniera ottimale. Come risultato, il blocco di controllo potrebbe valere di meno. Inoltre bisogna notare che l'esistenza dei benefici privati del controllo non sono necessariamente un fattore di inefficienza. Prima di tutto, questi potrebbero essere la maniera più efficiente per la società di catturare parte del valore aggiunto. Si immagina, per esempio, che un dirigente aziendale acquisisca importanti informazioni sulle opportunità di investimento in altre linee di business che la società non avrebbe voluto acquisire. Il dirigente potrebbe dare queste informazioni nell'interesse degli azionisti. Il prezzo che probabilmente sarà in grado di portare potrebbe essere relativamente basso. In questo modo, potrebbe risultare efficiente che l'esecutivo sfrutti questa opportunità da solo. Quindi seppur l'estrazione di benefici privati possa portare a delle inefficienze, la loro esistenza potrebbe essere socialmente benefica, perché la loro presenza è anche in grado di portare valore (Grossman e Hart 1988).

Spesso, entrano in gioco anche dei fattori psicologici, per esempio in una società che è stata tradizionalmente di proprietà di una famiglia, il fatto di perdere il controllo di questa società avrebbe un valore che difficilmente può essere quantificabile.

Non è dunque sempre facile quantificare i benefici privati in maniera diretta. Il valore fisico è intrinsecamente difficile da calcolare, come l'ammontare delle risorse catturate dall'azionista di controllo per un suo beneficio personale. In altre parole, se i benefici del controllo fossero facilmente quantificabili, allora questi benefici non sarebbero privati perché gli altri azionisti li reclamerebbero anche per loro stessi. Cionondimeno, ci sono due metodi per calcolarne empiricamente l'ammontare. I primi ad aprire la strada, furono Barclay e Holderness (1989). Il loro metodo prevede che quando un blocco di controllo passi di mano, si venga a misurare la differenza tra il prezzo per azione pagato dall'acquirente e il prezzo quotato nel mercato il giorno successivo al giorno dell'annuncio dell'acquisto. Come si mostrerà, questa differenza (che verrà indicata come premio del controllo) rappresenta una stima dei benefici privati di cui può godere il gruppo al comando. Il secondo metodo utilizza la differenza di prezzo tra due classi di azioni, con identici diritti di dividendi, ma differenti diritti di voto, per stimare questi benefici. Se il controllo è valevole, allora i voti corporativi, attraverso i quali si alloca il controllo, dovrebbero esserne una misura. Questa è la strategia fornita da Rydqvist (1987), Zingales (1994, 1995a), e Nenova (2000). Nonostante questo, entrambi questi metodi tendono a sottostimare il valore del controllo, soprattutto in

paesi dove c'è una maggioranza di benefici privati non pecuniari. Le stime ottenute sono relativamente libere da un vero modello strutturato, in quanto potrebbero esserci dei pagamenti sistematici in eccesso, oppure ritardi nell'incorporazione delle informazioni, che potrebbero deviare le stime. Per portare alcuni esempi, Barclay e Holderness, stimarono che il valore dei benefici privati del controllo negli USA corrispondeva al 4% del valore delle azioni. In Italia, ad inizio anni 90', Zingales attestò il valore intorno ad addirittura il 60% del valore delle azioni. Sempre in Italia, Dyck e Zingales (2004), nei primi anni 2000', identificarono che questa percentuale ora si aggirava intorno al 37%. Calcolando il premio di controllo in termini di capitalizzazione della società acquisita, dieci sono i paesi che risultano con una percentuale superiore al 25%. Si tratta del Venezuela, Turchia, Repubblica Ceca, Messico, Italia, Israele, Colombia, Brasile, Austria e Argentina. La seguente tabella ci permette di mettere a confronto la misurazione del block premium, con quella del voting premium in Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Stati Uniti (tab. 1). Le misurazioni del block premium, dove quindi viene calcolata la differenza tra il prezzo pagato per azione in

Tabella 1: Benefici privati del controllo

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

Fonte: Enriques L. e Volpin P. (2007) Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), pp. 117-140. p. 123

una transazione e il prezzo di mercato dopo la transazione, dimostrano che è molto alto in Italia e piuttosto alto in Germania, mentre ha valori molto bassi negli altri tre paesi. I dati attinenti al voting premium, che rappresenta quindi la differenza tra il prezzo di mercato di azioni con e

senza diritto di voto, evidenziano che è alto in Italia e Francia, moderato in Germania e Regno Unito, mentre è basso negli Stati Uniti. I risultati suggeriscono che i valori del controllo sono più alti in Europa continentale piuttosto che nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

In questa ultima parte del capitolo, si è quindi introdotto il concetto di controllo. Esso rappresenta la massima espressione dell'azionista. Come si è detto, da questa situazione dipendono diversi tipi di benefici, denominati benefici del controllo. Questo ha portato dunque ad uno snodo chiave nella comprensione dell'elaborato. Ad uno o più soggetti, conviene prendere il controllo della società, in relazione alla quantità di benefici che possono

derivarne dalla posizione di controllante. Questa argomentazione è stata poi formalizzata con Bebchuk (1999), che presenta una teoria dell'evoluzione della proprietà, del controllo e del potere di voto. Bebchuk trova che la struttura proprietaria è fortemente influenzata dai benefici privati che l'azionista di maggioranza si attende di conseguire dalla partecipazione societaria. In particolare, nel decidere la struttura proprietaria da adottare per la quotazione, la scelta ricade sul mantenimento di quello che lui chiama un "lock" sul controllo, se i benefici privati sono significativi. Questo sia per evitare tentavi di impossessarsi del comando da parte di altri investitori, attratti dai consistenti benefici, sia per consentire all'azionista di catturare larga parte del valore generato dall'eventuale trasferimento del controllo. Al fine di ottenere questi benefici, i grandi azionisti spesso sono disposti ad operare dei veri e propri furti diretti, se la legge non previene questi comportamenti in maniera efficace. Fortunatamente queste attività, sono generalmente rare, cionondimeno, versioni più moderate di queste strategie vengono spesso messe in atto.

Da qui hanno origine una serie di meccanismi e di strutture, che permettono di detenere il dominio della società senza avere una commisurata quantità di diritti di voto.

In tutte le situazioni nelle quali un soggetto economico diventa controllante di una impresa senza essere responsabile della totalità dei cash flow right, si pone il problema della correttezza della sua gestione nei confronti degli altri soci. In altri termini sorge un problema di possibili conflitti di interesse tra socio di controllo e soci di minoranza. In letteratura tale conflitto è spesso visto come il rischio che il socio di controllo estragga dalla società dei benefici privati. Le conseguenze della possibilità di assumere il controllo con un non commisurato impegno di risorse, sono che il soggetto controllante da una parte potrebbe prendere decisioni strategiche non orientate al valore, in quanto la normale gestione dell'impresa comporterebbe rischi inferiori. Dall'altra parte, questi soggetti non sostengono completamente le conseguenze delle proprie scelte ed appunto per questo, esse potrebbero essere guidate da un calcolo del rischio non pesato in maniera adeguata. Il pericolo è tanto maggiore quanto più i meccanismi per garantire il controllo sono in grado di dissociare i diritti della proprietà da quelli del controllo. Alle volte si può giungere a vere e proprie forme di tunneling e di espropriazione degli azionisti di minoranza. Tra questi meccanismi i più utilizzati, che corrispondono anche a quelli, che nel nostro elaborato risultano al centro della trattazione, sono i patti parasociali, le piramidi societarie e le dual class shares. Queste

forme, risultano essere le più adatte per operare questa dissociazione; in grado di rendere alcuni soggetti detentori del vero potere decisionale, mentre rendendo la restante moltitudine di investitori come portatori di un titolo di voto solamente formale o quantomeno non in grado di incidere sulle decisioni del governo societario. Questi strumenti sono dunque in grado di separare i diritti di voto dai diritti patrimoniali in modo da dissociare la proprietà dal controllo.

## 2.6 Approccio law and finance

Verso la fine degli anni novanta nasce una corrente di pensiero che cerca di trovare una connessione tra gli assetti proprietari e le norme giuridiche dei vari paesi. Gli studi presentati da La Porta e al. (1997, 1998, 1999, 2000), furono i primi a scoprire che i quadri normativi dei vari paesi ed il modo in cui essi vengono applicati, possano influire sugli assetti proprietari delle società. La concentrazione di proprietà ed il costante utilizzo di meccanismi per garantire il controllo rappresenterebbero in questo caso degli strumenti in grado di compensare un quadro normativo che non garantisce un'adeguata protezione verso gli investitori. Gli studi di La Porta, che si basano su un campione di 49 paesi industrializzati, individuano nella scarsa protezione degli investitori la causa primaria della concentrazione di proprietà. Più in generale l'approccio law vede nelle differenze di protezione legale tra i paesi una possibile spiegazione del perché le società sono controllate e finanziate in maniera sostanzialmente diversa tra i vari paesi. Diversi gradi di protezione sono stati riscontrati nei vari paesi, ed è stato possibile, secondo gli autori, identificare due linee guida giuridiche: una appartenente agli stati common law e l'altra ai paesi civil law. Ai primi appartengono gli stati di origine inglese, come gli USA, il Canada e l'India (18 paesi in totale); tra i paesi civil law, si distinguono ancora:

- Quelli di origine francese, derivante dal codice di commercio napoleonico, di cui fanno parte alcuni paesi come Francia, Spagna, Portogallo e Italia (21 paesi).
- Quello tedesco, tra cui fanno parte Germania, Austria, Cecoslovacchia, Grecia e Ungheria (6 paesi).
- Quelli di origine scandinava (4 paesi).

La Porta, attraverso i suoi studi, si pone l'obiettivo di valutare, da una parte se esistono dei tipi di connessioni a livello giuridico tra paesi della stessa tradizione, dall'altra di identificare quali sono i tratti che differenziano le diverse tradizioni. Attraverso la misurazione dei diritti (antidirector rights) rappresentati nella seguente tabella (2), è possibile determinare il grado di protezione degli investitori dei vari paesi. Questi rappresentano, in particolare, i diritti che gli investitori possiedono, per contrastare il potere dei manager o degli azionisti di controllo.

Tabella 2: Strumenti di tutela per gli azionisti

<i>Meccanismo di tutela</i>	<i>Alta protezione azionisti di minoranza</i>	<i>Bassa protezione azionisti di minoranza</i>
Deleghe di voto	Si	No
Deposito azioni prima di assemblee	No	Si
Voti di lista	Si	No
Giudizio giudice decisioni management	Si	No
Obbligo acquisto azioni proprie in caso di disaccordo tra azionisti	Si	No
Diritto di prelazione acquisto nuove azioni	Si	No
Bassa % capitale posseduto per convocare assemblea straordinaria	Si	No

Fonte: Ossorio M. (2014) *Assetti proprietari ed innovazione di impresa*. Torino, Giappichelli Editore, p 12.

Quanto emerge, attraverso l'indagine di questi diritti nei paesi presi in considerazione, è che i paesi common law sembrano garantire un maggior grado di protezione verso gli investitori. Tra i paesi civil law, quelli di origine francese, garantiscono una minore protezione verso gli investitori, mentre quelli di origine tedesca e scandinava si caratterizzano per un grado di protezione intermedia. Per quanto riguarda la protezione verso i creditori, anche qui i paesi common law forniscono la maggiore protezione e i paesi common law di origine francese quella inferiore. I paesi di origine tedesca, sono fortemente improntati nella protezione verso i creditori, mentre i paesi scandinavi si trovano in una posizione di mezzo tra quelli di origine tedesca e francese. Viene dimostrato che sono spesso i paesi più ricchi, ad avere un impianto esecutivo migliore; le società con un'ampia compagine societaria sono inoltre maggiormente presenti nei paesi con maggiore protezione. A dimostrazione della correlazione delle norme giuridiche con gli assetti proprietari, La Porta evidenzia come effettivamente, nei paesi presi in esame, il grado di protezione verso gli investitori sia una grandezza inversamente proporzionale alla concentrazione di proprietà. Nei paesi, con una

minore protezione verso gli investitori, infatti, si riscontra un alto livello di concentrazione di proprietà e le società sono maggiormente controllate da famiglie. Spesso una debole protezione verso gli investitori è anche correlata a mercati del capitale più piccoli. Sembra dunque, da quanto emerge dai loro studi, che la concentrazione di proprietà sia effettivamente una possibile risposta alla debole protezione verso gli investitori.

Coffe (2000) e Johnson e al. (2000), hanno tentato nella loro trattazione di individuare quali tratti distintivi, portano i paesi common law ad essere tradizionalmente maggiormente efficaci nella protezione degli investitori. Gli autori individuano la motivazione principale nella metodologia di applicazione delle norme giuridiche. Nella tradizione common law, infatti, i sistemi di giudizio si basano sulle precedenti sentenze. Al contrario i sistemi civil law, si caratterizzano per la rigida applicazione dei codici e delle leggi. Il primo sistema secondo gli autori, corrisponderebbe ad un sistema più dinamico, in quanto permetterebbe di volta in volta di valutare la situazione in base ad una serie di precedenti e di principi base a cui appellarsi. Questo renderebbe il sistema più efficace nell'individuazione e nella penalizzazione dei potenziali comportamenti abusivi nei confronti delle minoranze.

In contrasto con quanto trovato da La Porta, che identifica la sotto-regolamentazione come una delle cause della concentrazione di proprietà e dello sviluppo di meccanismi per garantire il controllo, si trovano alcune visioni che individuano l'eccesso di regolamentazione come una forte limitazione al libero arbitrio. Il punto di contatto fra queste interpretazione sta nel fatto che entrambe concordano sull'importanza delle normative e delle regolamentazioni nello sviluppo degli assetti proprietari. Tra questi Black (1990) e Roe (1994), furono pionieri delle tesi dell'"eccesso di regolamentazione", ed ebbero un ruolo centrale nel dibattito. Roe è convinto che gli impedimenti normativi potrebbero essere un grosso deterrente per i blocchi di partecipazione degli investitori. La tesi fondamentale è, infatti, la proprietà americana dispersa, deriva da una serie di impedimenti normativi alla concentrazione della proprietà. Questo eccesso di regolamentazione, rende più costoso il monitoraggio e facilita la passività degli azionisti. Il controllo che era presente in banche molto importanti come ad esempio la J.P Morgan, ha portato a delle ripercussioni che hanno avuto come risultato il restringimento delle possibilità delle banche di essere coinvolte nelle attività aziendali. Roe aggiunge inoltre che la costituzione delle società del tipo descritte da Berle e Means non sono semplicemente il frutto di forze di efficienza economica, ma il

riflesso di politiche populiste. Secondo l'argomentazione dell'eccesso di regolamentazione, gli impedimenti normativi ostacolano la libera scelta corporativa negli Stati Uniti a differenza degli altri paesi in cui non sono presenti in maniera così marcata.

Una terza posizione, più trasversale, è invece adottata da Easterbrook e Fischel (1991). Essi asseriscono che la struttura corporativa a cui assistiamo ha un proposito di mercato ben preciso. Le società di Berle e Means e le società ad alta concentrazione sono entrambe efficienti, ma in contesti diversi. Se non ci fosse questo meccanismo, esse non avrebbero potuto crescere e svilupparsi. Lo stesso Easterbrook (1997) asserisce che la struttura, i bisogni del sistema finanziario e le forze stesse del mercato creano le necessarie regolamentazioni, non viceversa.

Si è visto dunque che da una parte Roe, vede le società americane come oppresse dalle regolamentazioni e restrizioni della politica precedente. La Porta al contrario, dimostra che una forte protezione degli azionisti nei paesi common law e una sotto-regolamentazione negli altri, hanno spinto maggiormente gli investitori esterni verso gli stati common law. Per Roe, le barriere restrittive come le partecipazioni delle banche nelle società dovrebbero essere abbattute. Per Easterbrook e Fischel invece, le regolamentazioni si adattano da sole ai bisogni del mercato. Mentre la teoria dell'eccesso di regolamentazione vede i possessori deboli contro i manager forti a confronto nei paesi con una concentrazione dispersa, dall'altra parte i proprietari potenti nei paesi con una forte concentrazione sfruttano gli investitori di minoranza. In particolare La Porta ha osservato che l'ultimo problema esposto, rappresenta il più serio, in quanto la concentrazione della proprietà e del controllo era la norma in molti paesi. Carlin e Mayer (2000) dimostrano che non esiste un sistema dominante. Differenti tipi di proprietà e controllo sono sfruttati per diversi tipi di attività. Essi dimostrano inoltre che, una proprietà concentrata beneficia di investimenti a lungo termine. Una proprietà dispersa favorisce invece investimenti a breve termine, i quali richiedono una maggiore flessibilità e un minore impegno.

## 2.7 Strumenti legali

Nel capitolo precedente, si è ampiamente esposto, l'approccio che collega le normative e gli strumenti legali alla protezione verso gli investitori e di conseguenza agli assetti proprietari dei vari paesi. Ci si chiede a questo punto, in questo capitolo, quali sono gli interventi legislativi che sono in grado di dare una maggiore protezione verso gli investitori. Molti paesi, hanno messo in atto differenti approcci per risolvere questo problema. Di particolare interesse, in questo senso, è lo studio di Enriques e Volpin (2007). Questo, permette di capire come i metodi messi in pratica per fronteggiare questo tipo di problematiche differiscano in maniera sostanziale tra i paesi dell'Europa continentale e gli Stati Uniti. Questo studio è di particolare interesse nella nostra analisi perché mette in relazione le riforme fatte da tre delle principali economie dell'Europa continentale (Francia, Germania ed Italia) con quelle fatte negli Stati Uniti. Negli ultimi 15 anni, infatti, in questi tre paesi europei, diversi provvedimenti sono stati promulgati per migliorare i meccanismi interni di corporate governance. Enriques e Volpin, nel loro studio individuano, in particolare, quattro tipologie di interventi diversi. Questi hanno l'obiettivo di migliorare il governo societario e combattere atteggiamenti volti ad espropriare benefici privati, di conseguenza, sono volti a migliorare la protezione verso gli investitori. Parallelamente a questi quattro strumenti, si vedrà come ciascuno di essi sia stato implementato dai paesi esposti in precedenza, riservandosi però di trattare la fattispecie italiana nell'ultima parte di questo elaborato.

- Rafforzare il governo societario interno

Per quanto riguarda questo tema, negli Stati Uniti, gli amministratori prendono tutte le decisioni (oppure hanno un potere esclusivo di indirizzarle se è obbligatorio il voto degli azionisti). In Europa, invece, sono gli azionisti che hanno l'ultima parola su un grande numero di questioni, come ad esempio il buy-back ed il pagamento dei dividendi. Gli azionisti europei hanno inoltre un potere maggiore di impostare le riunioni e le assemblee (Cools, 2005). Questa allocazione del potere prevarica le strutture di proprietà: in alcuni casi, la legge garantisce ai controllori (l'amministrazione negli Stati Uniti, gli azionisti di controllo in Europa) il diritto di esercitare e mantenere il controllo. Il governo centrale degli Stati Uniti, ha a lungo giocato un ruolo molto importante nel regolare la corporate governance rispetto alla comunità dall'altra parte dell'Atlantico.

L'organo di sicurezza statunitense è stato creato nel 1930 e fin da allora si occupa dei problemi principali di governo societario, come ad esempio assemblee e voto degli azionisti, insider trading, scalate, frodi di titoli, ed attualmente, con le Sarbanes (Oxley Act), si occupa anche della composizione e del funzionamento del board (Roe, 2003). A contrasto, la Comunità Europea, ha avuto tradizionalmente un impatto molto minore sui vari governi societari europei, secondo Enriques (2006). I regolamenti che conferiscono maggiore indipendenza agli amministratori e che definiscono le funzioni, i poteri ed i meccanismi interni del consiglio, inclusi aspetti quali l'audit, la definizione di compensi esecutivi, lo screening delle transazioni con parti correlate e la divulgazione di flussi informativi, possono conferire al consiglio di amministrazione un potere di contrastare l'azionista dominante. Tuttavia, riforme in questa direzione, non sembra abbiano dato risultati soddisfacenti nel frenare gli abusi degli azionisti di controllo, da quanto emerge da uno studio di Denis e McConnell (2003). Sulla scia degli scandali statunitensi, alcune riforme sono state portate avanti dal Congresso e dalle principali Borse (NYSE e Nasdaq), richiedendo che la maggioranza degli amministratori fosse indipendente, che i comitati di audit fossero interamente composti da amministratori indipendenti e che le società abbiano adeguati meccanismi di controllo interni. In Europa, nessun paese è andato lontano come gli Stati Uniti nei tentativi di rafforzare la corporate governance interna.

- Proteggere i diritti degli azionisti

La legge tradizionalmente protegge gli azionisti rinforzando i loro diritti di vendere, citare in giudizio e votare. Secondo Manne (1965), in primo luogo, nelle società ad ampia compagine societaria, i diritti degli azionisti di vendere le proprie quote permette in un mercato di controllo corporativo di fungere da meccanismo per limitare gli abusi interni. In secondo luogo, le regolamentazioni possono garantire agli azionisti il diritto di citare in giudizio la società ed i suoi amministratori. In terzo luogo, è possibile che le regolamentazioni permettano agli azionisti di avere un peso importante nelle questioni chiave. Negli Stati Uniti, gli azionisti, tramite queste regolamentazioni, sono diventati più forti. In Europa continentale, sono state prese varie misure, per rafforzare il potere degli azionisti di minoranza. Ora gli azionisti hanno il potere di autorizzare o ratificare alcune transazioni e risoluzioni che hanno dei potenziali conflitti di interesse. Si è cercato

inoltre, di rendere meno costoso il voto da parte degli azionisti, introducendo la possibilità da parte di alcune società di votare a distanza tramite internet e attraverso la tecnologia delle telecomunicazioni.

- Migliorare i requisiti di divulgazione

Il diritto degli azionisti di esercitare effettivamente il loro diritto di votare, citare in giudizio e vendere, dipende molto dall'accesso che hanno alle informazioni. Un esteso regime di divulgazione potrebbe alleviare il problema delle asimmetrie informative. Il quadro normativo in questo senso, è stato migliorato in entrambe le parti dell'Atlantico. Dopo gli scandali americani, infatti sono state imposte delle obbligazioni divulgative addizionali ed è stato migliorato il ruolo dei revisori. Nel 2003 una direttiva della Comunità Europea sugli "abusi di mercato", ad indicare l'insider trading e le frodi sui titoli, conteneva disposizioni divulgative volte a risolvere questi problemi. La direttiva estendeva la definizione delle informazioni price-sensitive che richiedono un'immediata divulgazione. A seguito di un regolamento della comunità europea del 2002, a cominciare dal 2006 i conti annuali delle società devono essere redatti in accordo con l'International Financial Reporting Standards (IFRS)<sup>4</sup>, il cui standard 24 richiede dettagliate e specifiche divulgazioni nelle transazioni con le parti correlate.

- Rafforzare la responsabilità pubblica

Un altro tipo di intervento è quello di rinforzare le leggi corporative attraverso le agenzie di supervisione e le sanzioni penali. Potrebbe infatti essere necessario imporre sanzioni sufficientemente severe, come le pene detentive, in estrema ratio. Secondo gli standard internazionali, gli Stati Uniti hanno una rigida applicazione pubblica delle regole di governo societario, che le riforme post-scandali hanno reso ancora più dure. Il Congresso degli Stati Uniti ha infatti aumentato le sanzioni penali per frode ed istituito per supervisionare i revisori dei conti, la Public Accounting Oversight Boards o PCAOB. In più, l'organo di sicurezza statunitense prevede un sistema di trasparenza obbligatoria è tradizionalmente molto meno comprensivo di quello Europeo. La sua efficacia è assicurata da un aggressivo set di istituzioni esecutive, come ad esempio il "securities

---

<sup>4</sup> Sono una serie di principi contabili internazionali. Introdotti nel 1993, sono stati il primo tentativo di unificazione e standardizzazione delle regole contabili.

plaintiff bar”<sup>5</sup>, la Securities Exchange Commission (SEC) e il Dipartimento di Giustizia. In Europa, l’applicazione delle regolamentazioni è nelle mani degli stati membri, che sono stati tradizionalmente molto più lontani, in termini di aggressività, nell’affrontare le violazioni. Senza un plaintiff bar ed ostacoli legali di vecchia data riguardo alle liti tra azionisti, non si è praticamente sentito parlare di rinforzi ai doveri degli amministratori. Questo percorso, è apertamente in contrasto con quello degli Stati Uniti, dove gli amministratori aziendali vanno incontro ad un alto rischio di essere citati in giudizio se operano per i loro interessi. Quando avviene un fatto simile e viene portato a processo, la Corte, specialmente in Delaware, è veramente stringente nel giudicare l’operato dell’amministratore nei confronti della società. Mentre i vari sistemi di corporate europei possono sembrare piuttosto simili, specialmente quando comparati con quelli statunitensi, ognuno di essi porta dei tratti tipici. In Germania sono stati fatti passi in avanti nel potenziare le autorità di supervisione, ma soprattutto in ragione del fatto che prima del 1994 non esistevano autorità che supervisionassero il mercato. Passi avanti sono stati fatti in Europa anche con l’adozione nel 2003 della direttiva sugli abusi di mercato già citata prima, che ha permesso attraverso varie misure di facilitare le punizioni per le manipolazioni di mercato e l’insider trading.

In considerazione della sua recente evoluzione, la legge sul governo societario in Europa viene spesso descritta come in uno stato di riforma permanente, secondo Noack e Zetzsche (2005). Sono tre i fattori fondamentali, che hanno guidato le riforme della corporate governance in Europa nelle ultime due decadi. Primo, riforme tese a rendere i mercati nazionali più attraenti in un tempo in cui la competizione internazionale per il capitale stava aumentando a causa della deregolamentazione, globalizzazione, e le privatizzazioni di larga scala (Kamar, 2006). In secondo luogo, i cambiamenti sono avvenuti grazie agli sforzi della comunità europea di istituire una comune regolamentazione per il mercato finanziario europeo, specialmente in qualità di trasparenza (Ferran, 2004). Infine, molte di queste riforme recentemente messe in atto, sono state la risposta dei molti scandali, inclusi quelli molto pubblicizzati come Enron e Parmalat, ma anche molti altri, come le recenti frodi fiscali in Francia e Germania. Per esempio, nel 1998, una riforma della governance tedesca è stata messa in atto dopo che Metallgesellschaft e altri scandali misero alla luce i difetti dei

---

<sup>5</sup> Insieme di avvocati che si occupa di class action per conto di un gran numero di investitori.

meccanismi di controllo interni. Ma lo sforzo riformatore effettuato finora, deve continuare, se l'Europa continentale vuole riuscire ad affrontare i problemi fondamentali del governo societario posti in essere dagli azionisti dominanti.

## 3. MECCANISMI PER GARANTIRE IL CONTROLLO

### 3.1 Strumenti per garantire il controllo

Al fine di comprendere meglio i capitoli successivi, sembra opportuno fornire una descrizione pratica, per chiarire in cosa consistono questi strumenti per garantire il controllo.

Le strutture dual class sono delle strutture di proprietà particolari, in cui, come dice il nome, sono presenti due classi di valore di equity: diritti di voto superiore e inferiore. Nella maggior parte dei casi la classe inferiore possiede zero voti per azione, mentre la classe superiore ne possiede uno. Tuttavia il numero di voti per azione all'interno di ogni classe differisce da impresa a impresa, arrivando anche a dei "super voting shares". Quando in genere vengono emesse più classi di azioni: una classe di azioni viene offerta al pubblico in generale, mentre l'altra viene offerta a fondatori, dirigenti e familiari dell'azienda. La classe offerta al pubblico ha diritti di voto limitati, mentre la classe disponibile per fondatori e dirigenti ha più potere di voto e spesso prevede il controllo della maggioranza della società. Come vedremo nelle sezioni successive, le azioni senza diritto di voto sono suddivise ulteriormente in due categorie, quelle con preferenza e quelle senza. Nel primo caso, infatti, queste preferenze dovrebbero sopperire alla mancanza del diritto di voto, mentre nel secondo caso non sono previste. Spesso le aziende che passano dall'essere private a diventare società pubbliche possono utilizzare una struttura a doppia classe per mantenere il controllo sulla società. Ad esempio, quando Google è diventato pubblico, ha emesso azioni di Classe B senza diritti di voto, per garantire che fondatori e dirigenti avessero ancora il controllo della società.

Le coalition, conosciute anche come patti parasociali, rientrano nell'insieme più grande degli accordi tra investitori. Queste strutture, prevedono una forma accordo tra uno o più soci, atto a stabilire una linea di azione comune. Non sono da confondere con i patti sociali, che essendo scritti a statuto, vincolano tutti i soci incidendo sul funzionamento della società. Nel caso dei patti parasociali, a impegnarsi sono solamente i soci che decidono di stipularne uno, e tali patti rappresentano dei veri e propri contratti e devono essere rispettati come tali.

Come per i contratti, la mancata osservanza dello stesso viene punito a seconda di quanto previsto nel contratto stesso. Tradizionalmente si possono identificare tre tipi di patti parasociali, suddivisi a seconda dello scopo:

- Sindacati di voto: nei quali i soci si accordano in maniera preventiva su come votare nell'assemblea.
- Sindacati di blocco: nei quali si decide di limitare il trasferimento delle azioni a terze parti.
- Sindacati di acquisto: nei quali ci si accorda per l'acquisto di un pacchetto di azioni.

In maniera semplificativa, dato che occorrerebbe fare una distinzione a seconda delle legislature dei vari paesi, si può affermare che questi patti possono avere durata determinata oppure indeterminata. La differenza fondamentale tra queste due tipologie è che nelle prime non è possibile uscire dal patto, tranne in rari casi, mentre nelle seconde ci si può svincolare a piacere. I primi possono essere inoltre rinnovati alla scadenza. Gli accordi sicuramente più rilevanti ai fini del controllo sono i sindacati di voto, dato che gli azionisti si assumono l'impegno a votare congiuntamente per un determinato periodo di tempo. In particolare, sono contratti volti a regolamentare le modalità con le quali gli aderenti devono esercitare il diritto di voto, relativamente a diverse materie, quali, ad esempio:

l'approvazione del bilancio, le delibere su modifiche statuarie e strategiche nonché la nomina delle cariche sociali. In ogni caso la forma meno vincolante è quella del comitato di consultazione, nel quale pur prevedendo l'obbligo della preventiva consultazione, lascia comunque agli azionisti piena libertà nell'esercizio del voto. Particolarmente interessanti per la contendibilità appaiono i sindacati di blocco, finalizzati a condizionare il trasferimento di azioni e cristallizzare la compagine sociale, scoraggiando l'ingresso di nuovi azionisti. In questo caso l'agreement disincentiva l'azionista ad alienare la propria partecipazione ad eventuali terzi non graditi agli aderenti al patto.

Le piramidi societarie o gruppi piramidali, sono probabilmente le strutture più largamente diffuse ed utilizzate come vedremo nei capitoli successivi. Sono caratterizzate dal fatto, che il soggetto, esercita il controllo attraverso la proprietà di almeno un'altra società quotata. Molte volte, le società vengono controllate a cascata, in cui una società al vertice

(capogruppo) che spesso consiste in una holding<sup>6</sup>, si ritrova con un piccolo investimento ad avere partecipazioni rilevanti nelle società della catena. Il loro frequente uso è spiegato dalla possibilità, anche per investitori senza ingenti capitali, di controllare aziende di grandi dimensioni e di beneficiare delle elevate risorse finanziarie generate sotto forma di dividendi. Solitamente le società alla base della piramide sono soggette ad un payout molto elevato, poiché le risorse devono risalire fino al vertice della catena di controllo per finire nelle tasche degli azionisti che dominano la catena.

Anche senza la proprietà, sono in grado di garantire il controllo di grandi gruppi; questa funzione diventa maggiormente efficace se più società del gruppo sono quotate e se queste utilizzano l'indebitamento per fondare nuove società controllate dalla precedente. In linea generale il gruppo assume forme diverse, in ragione della natura giuridica della controllante e delle relazioni intercorrenti tra le singole aziende partecipanti all'aggregazione economica. Si è soliti dunque distinguere i gruppi privati, il cui dominio viene esercitato da un soggetto privato, persona fisica o persona giuridica, dai gruppi pubblici, il cui controllo viene invece esercitato dallo Stato o da un ente pubblico. Inoltre molte piramidi vengono costituite allo scopo di ottenere benefici privati derivanti dal controllo (anche senza la totale proprietà) di grossi gruppi che spesso si trovano in situazioni di monopolio, fornendo in tal modo rendite monopolistiche.

Diversi studi sono stati compiuti per analizzare come questi meccanismi di distorsione funzionino nel complesso. Un gran numero di studi, a cominciare con Claessens et al. (2002), hanno stabilito empiricamente una correlazione negativa tra il valore di impresa e queste strutture in cui vi è una sproporzione tra diritti di voto e diritti patrimoniali. Nello specifico, la positiva correlazione tra la concentrazione dei diritti di voto e valore dell'impresa, viene interpretata come risultato del fatto che la concentrazione di proprietà ha fornito maggiori incentivi manageriali. La negativa correlazione tra queste strutture e il valore dell'impresa, viene intesa come evidenza dell'effetto entrenchment<sup>7</sup>. Claessens, studiando 1301 società in otto paesi asiatici, dimostra che la concentrazione aumenta il valore, ma allo stesso tempo maggiore è la separazione dei flussi di cassa e minore è il valore dell'impresa. Cronqvist e

---

<sup>6</sup> Le holding, abbreviazione in inglese di holding company, sono società che possiedono azioni o quote di altre società.

<sup>7</sup> L'entrenchment, consiste nell'insieme di diverse tipologie di azioni da parte dei manager, che hanno più valore per loro stessi che per altri. Queste tipologie di azioni potrebbero non massimizzare un valore godibile anche per azionisti, ma piuttosto sono volte ad aumentare il tornaconto personale del manager

Nilsson (2003) analizzano l'impatto del controllo degli investitori di minoranza sul valore dell'impresa e sulle performance in un campione di 309 società svedesi quotate in borsa. Essi evidenziano che, il controllo dei proprietari sulle minoranze di azionisti diminuisce il valore delle imprese e le performance, e la diminuzione è tanto maggiore quando i proprietari sono delle famiglie. In un campione di 174 società Finlandesi, Adams e Ferreira (2008), concludono che le strutture di proprietà che garantiscono il controllo sono correlate negativamente con il valore dell'impresa, ma che una causale universale che collega questi meccanismi di controllo al risultato aziendale non è ancora stato stabilito.

### 3.2 Dual class shares

La struttura dual class è una struttura dei diritti di voto che permette ad alcuni investitori di ottenere delle posizioni dominanti investendo una quota sproporzionatamente bassa di capitale. Per esempio, un investitore potrebbe possedere il 20% del capitale azionario ma avere a disposizione il 50% dei diritti di voto. Questa asimmetria tra flussi di cassa e diritti di voto, può avere un effetto negativo quando i controllanti hanno gli incentivi per utilizzare le risorse aziendali a spese degli altri investitori.

La letteratura ha ampiamente dibattuto riguardo ai vari aspetti sulla tipologia di struttura dei diritti di voto più consona da utilizzare. Essenzialmente il tema su quanto si dibatte schiera da una parte un sistema one-share one vote, in cui tutte le azioni emesse presentano lo stesso diritto di voto ed il medesimo diritto patrimoniale mentre dall'altro lato la struttura dual class. Quanto emerge nel complesso degli studi è che non ci sono evidenze assolute che dichiarano l'uno come senza dubbio preferibile all'altro. Innumerevoli autori, nei loro studi hanno trovato lati positivi e negativi in tutte e due queste strutture. A riguardo, in questa sezione analizzerà quanto detto dai maggiori studiosi che si sono interessati di questo tema.

Sicuramente, il contributo maggiore sulla struttura proprietaria ottimale, è fornito da Grossman e Hart (1988). I due autori dimostrano che, sotto determinate ipotesi e con riferimento alle società quotate, il modello one share-one vote è la struttura ottimale per le società che intendono massimizzare il prezzo di mercato che gli investitori sono disposti a pagare. L'analisi contenuta, ha natura normativa, ma di fatto predice il comportamento della

maggior parte delle imprese che non seguono la regola con una sola classe di voto. I due studiosi affrontano il problema di una società che al momento della quotazione deve scegliere la struttura dei diritti di voto. Nel modello descritto, la proprietà dell'impresa anticipa che la gestione dell'impresa sarà affidata al management, di conseguenza la loro gestione determina il valore dell'impresa. Viene ipotizzato che il valore totale della società sia costituito, in parte dal flusso di reddito percepito dagli azionisti e in parte dai benefici percepiti dal management e non trasferibili. Grossman e Hart aggiungono che in ciascun istante di tempo, l'impresa è gestita da uno specifico team manageriale, chiamato "incumbent". L'interrogativo a cui cercano di dare una risposta è cosa avvenga quando un manager rivale tenta di contendere la società. Partendo dal presupposto che è nell'interesse degli azionisti che la gestione dell'impresa sia affidata al soggetto che è in grado di generare il maggiore valore totale, essi esaminano quattro tipologie di scenari. Le variabili prese in considerazione per trarre le conclusioni, sono i due tipi di struttura di diritti di voto e la capacità e l'incapacità di gestione dei due soggetti. Dalla loro analisi emerge che con la struttura one share-one vote la contendibilità del controllo è efficiente e riesce a disciplinare gli incentivi di chi vuole il controllo. Nello specifico il manager rivale incapace non riesce a sottrarre il comando al manager incumbent capace. Nel secondo caso invece, il rivale capace riesce ad ottenere il controllo a discapito dell'incumbent incapace. Al contrario, se ci sono due classi di voto, la competizione per il dominio avviene solo sulle azioni con diritto di voto. Infatti questa struttura non permette il passaggio ottimale del controllo stesso.

Anche Harris e Raviv (1988), sono concordi nell'affermare che la singola classe di voto sia un sistema superiore; per dimostrare questa superiorità, introducono il concetto di ottimalità. Questa si divide in ottimalità sociale ed economica. Essi concepiscono la prima come la condizione in cui prevale il management in possesso di spiccate capacità di gestione, mentre la seconda in cui emerge la massimizzazione di mercato della società. Partendo dal presupposto che nella contesa del controllo tra due gruppi di management, anche il piccolo azionista può risultare pivotale, i due autori dimostrando che il modello one share-one vote è in grado di garantire l'ottimalità sociale, ma non l'ottimalità economica. Il conseguimento di quest'ultima è invece garantito dalla struttura dual class. Fischel (1987), afferma inoltre, che il modello one share-one vote, gode di un'altra caratteristica. L'accademico dimostra infatti che nei sistemi che non adottano la doppia struttura dei diritti di voti, gli azionisti e

soprattutto quelli con maggiori quote sono maggiormente stimolati a monitorare l'operato degli amministratori. La motivazione è che il modello consente di assegnare voti proporzionali alla quota investita nel progetto imprenditoriale da parte degli azionisti.

Altri accademici invece, affermano che non soltanto il modello con una classe di voto sia in grado di garantire la proporzione tra diritti patrimoniali e di voto. De Angelo e De Angelo (1985), per avvalorare questa tesi, affermano che in assemblea controllando la metà più uno dei voti è possibile controllare la totalità dei voti. Zingales (1991) si spinge ad affermare, che la struttura dual class possa risultare ottimale anche per gli azionisti di minoranza. Questo può avvenire nei casi dove compaiano dei benefici privati di particolare consistenza. Sempre rimanendo di questo avviso, Bebchuk e Zingales (1996), affermano che grazie alla struttura dual class, che permette la dissociazione tra i diritti di voto e patrimoniali, gli azionisti di controllo sono in grado di conservare questa posizione, cedendo sul mercato unicamente i diritti patrimoniali. Ciò risulterebbe dunque a favore degli azionisti di minoranza.

Aggiungono tuttavia, che questo comportamento può portare a delle problematiche; in effetti, gli azionisti di controllo, guidati dal desiderio di massimizzare il loro tornaconto, potrebbero essere portati verso una conformazione diversa da quella scelta in fase IPO<sup>8</sup>. Una struttura, dunque ottima sotto il punto di vista privato, ma non altrettanto efficiente sotto il punto di vista sociale.

Khachaturyan (2007), assume una posizione a favore della struttura a doppia classe di voto. Questa infatti, risulta superiore all'unica classe di voto, in quanto l'ottimalità economica dovrebbe risultare predominante rispetto all'ottimalità sociale. Inoltre, imponendo il modello a classe unica, non si deve pensare di aver difeso il principio di proporzionalità tra diritto di voto e diritti patrimoniali, gli azionisti, infatti, potrebbero ricorrere a metodi surrogati, come le piramidi societarie e strumenti derivati, in grado di ampliare ancora di più la forbice tra questi diritti. Paradossalmente, dunque, tentando di difendere questo principio, si otterrebbero dei risultati diametralmente opposti. Anche Burkart e Lee (2008), si schierano a sfavore della struttura con un'unica classe di voto, definendola addirittura subottimale. In primo luogo, spiegano i due autori, che solo la struttura dual class è in grado di influenzare il free-riding<sup>9</sup>; è inoltre in grado di favorire i trasferimenti volti ad aumentare il

---

<sup>8</sup> L'offerta al pubblico dei titoli di una società che vuole quotarsi per la prima volta nel mercato azionario.

<sup>9</sup> Il problema del free rider (free-rider problem) si verifica quando un individuo beneficia di risorse, beni, servizi, informazioni, senza contribuire al pagamento degli stessi, di cui si fa carico il resto della collettività.

valore dell'impresa e a fungere da deterrente per quelli volti a diminuirlo. Infine, asseriscono, che il tema della protezione degli investitori di minoranza, non dovrebbe rappresentare una motivazione esaustiva per giustificare un intervento legislativo che imponga la struttura a classe di voto unica.

Un'ulteriore branca di questi studi, prende in considerazione le performance dell'impresa. In questo modo ad esempio, Bohmer et al. (1995), affermano che le IPO delle società a doppia classe di voto, riescono a aumentare la quantità di ritorno del capitale. A parte quello di Bohmer e quello di Taylor e Whittred (1998), è raro trovare studi che prendono in considerazione le IPO delle società dual class. Taylor e Whittred, riguardo a questo tema, dimostrano, per quanto riguarda le società australiane, soluzioni simili a quelle di Bohmer. Nonostante queste affermazioni secondo Instrisano (2009) quelli studi, si basano su un numero di campioni piuttosto basso e i risultati ottenuti hanno una significatività statistica che risulta mista. Dimitrov e Jain (2006), riscontrano delle performance che nel lungo termine risultano positive in maniera anormale, per quanto riguarda l'emissione di azioni con titoli differenziati nelle società dual class. Nel complesso dunque, anche secondo Dimitrov e Jain, viene aumentato il valore. Questa evidenza trova riscontro nello studio di Millon-Cornett e Vetsuypens (1989), mentre Jarrell and Poulsen (1988) arrivano conclusioni contrarie. Davidson e Glascock (1995) dimostrano che gli investitori ne subiscono un danno unicamente se non gli viene corrisposta un'adeguata compensazione alla perdita dei diritti di voto, riferendosi dunque al tipo di azioni senza diritto di voto con preferenza. Sempre riguardo allo stesso tema Ruback (1988), afferma che gli investitori che agiscono individualmente potrebbero essere forzati ad approvare la ricapitalizzazione dual class, cosa che avrebbero rifiutato se avessero agito collettivamente.

Recentemente si è sviluppato un nuovo filone di letteratura accademica, che nasce in risposta ad un fenomeno che ha avuto una crescente tendenza. Si sviluppa un trend da parte delle società che precedentemente avevano deciso di usufruire della struttura dual class, di tornare ad una singola classe di voto. Si farà riferimento a questo fenomeno come "unificazione", derivante dal fatto che queste società hanno deciso di unificare le proprie classi di voto. La predizione che sta alla base di questo fenomeno, è che ci sia una forma di vantaggio dal ritorno alla struttura a classe unica, derivante da un aumento del valore di mercato, conseguente all'unificazione. Diverse motivazioni di fondo supportano questa

previsione. In primo luogo, l'unificazione può essere vista come un potenziale impegno per ridurre la deviazione dei profitti. In secondo luogo, la liquidità dovrebbe aumentare in conseguenza di una corporate governance migliorata, secondo quanto affermato da Brockman e Chung (2003). Infine, l'unificazione dovrebbe migliorare il riconoscimento degli investitori; la motivazione è che le azioni diventerebbero disponibili ad una quantità maggiore di potenziali investitori, e in accordo con quanto affermato da Merton (1987), ciò dovrebbe aumentare il valore delle azioni. Sulla base di queste affermazioni si inserisce il lavoro di Anete Pajuste (2005), che, utilizzando dati provenienti da sette paesi europei (Danimarca, Finlandia, Germania, Italia, Norvegia e Svizzera) dove le strutture dual class sono ampiamente utilizzate, si propone di studiare questo fenomeno. Su un totale di 493 società pubbliche studiate, 108 di esse hanno unificato le loro classi di voto nel periodo compreso tra il 1996 e il 2002, mentre le rimanenti sono comunque rimaste con la struttura a doppia classe. Quanto emerge dallo studio è che l'unificazione è veicolata dall'obiettivo di aumentare non solo il valore di mercato, ma anche di ridurre il nuovo costo del capitale. I dati mostrano che le società che unificano le loro azioni sono più attive nell'emissione di quote, fanno più acquisizioni, ed hanno maggiori opportunità di crescita, caratteristiche che derivano da un sostanziale aumento del valore dell'impresa. I risultati rimangono dopo aver introdotto vari controlli e sono robusti a diverse metodologie. In più, l'analisi ex-post delle unificazioni mostrano che la società raggiunge i suoi obiettivi. Il rapporto market-to-book medio che è costantemente inferiore nelle società a struttura dual class, salta al valore medio di quelle con una singola classe di voto, appartenenti allo stesso segmento di mercato, dopo l'unificazione. Una importante preconditione per l'unificazione, è naturalmente che avvenga l'approvazione da parte degli azionisti di maggioranza. Viene trovato che maggiore è il valore dei diritti di controllo, minore è la probabilità di unificazione. In particolare, le società che unificano le loro classi di azioni hanno una minore separazione tra diritti di voto e diritti di cassa ed una maggiore presenza di finanziatori istituzionali. Quanto emerge inoltre è che le unificazioni sono anche un metodo per prevenire le scalate ostili da parte di un raider con alti livelli di benefici privati. Lo studio supporta la tesi che le strutture dual class siano strutture temporanee, da mantenere fino ad un punto in cui la società per diversi motivi si trovi ad avere bisogno di nuovo capitale per nuove espansioni e per crescere (Amoako-Adu e Smith, 2001). Per alcune di queste società passare di nuovo alla struttura a singola classe di voto potrebbe essere una questione di pochi anni, per altre

potrebbe non succedere mai. Comparando le opportunità di crescita ex-ante delle società con struttura dual class, emerge che non ci sono particolari differenze nella crescita delle vendite e le spese di capitale ex-post. C'è una differenza, comunque, nel modo in cui i due gruppi finanziano la crescita. Le società che unificano le classi di voto, sono più dipendenti dal capitale azionario, e trovano che sia ottimale aumentare il valore delle azioni. Le imprese che rimangono con la struttura dual class, finanziano la crescita con utili non distribuiti o con debito e potrebbero non preoccuparsi che il prezzo delle proprie azioni sia inferiore.

### 3.3 Le coalizioni

Il tema specifico delle coalizioni, quale particolare modalità di separazione di proprietà e controllo, ha catturato l'interesse di numerosi studiosi, soprattutto per quanto attiene alle coalizioni di comando. Nonostante questo, per le società quotate, la letteratura che guarda all'interno del black box degli accordi tra azionisti è piuttosto limitata: la maggior parte degli studi rileva solo la presenza di questi senza soffermarsi sulle cause o sulle conseguenze. Per questo motivo la trattazione di questo tema cercherà inizialmente di seguire quegli studiosi che prendono in considerazione le motivazioni per cui si formano questi accordi, cercando di indagare ex-ante il motivo per cui questi accordi possano risultare convenienti per chi li stipula. In secondo luogo si seguiranno le tesi che analizzano le conseguenze di questi patti. Una parte della letteratura, infatti, persegue studi che trovano in questa stipula delle conseguenze positive, mentre una seconda arriva a formulare giudizi che trovano nell'accordo delle ripercussioni negative. Si analizzeranno pertanto tutte e due queste visioni.

Per capire quindi le ragioni di fondo di questi accordi, non si può non partire dallo studio più importante che ha come argomento il tema delle coalizioni, quello di Bennedsen e Wolfenzon (2000). Studiando le coalizioni di controllo all'interno delle closely held corporation, i due accademici dimostrano come questo tipo di accordi sia funzionale ed efficiente alla gestione del controllo. Esse risultano più efficaci per questo scopo, rispetto all'esercizio del controllo da parte dei singoli azionisti. In generale, un accordo che mette insieme i diritti patrimoniali di più azionisti, permetterebbe da una parte di suddividere tra i

membri le eventuali conseguenze delle decisioni prese, dall'altra parte renderebbe più efficienti le azioni intraprese piuttosto che se fossero prese da un singolo azionista. Il modello mostra che potrebbe essere di interesse al proprietario iniziale, diluire il suo potere distribuendo voti tra un numero piuttosto grande di azionisti. Questa dissoluzione del potere impegna il proprietario iniziale a formare una coalizione per riottenere il controllo, come conseguenza si crea un corpo di dominio che possiede più cash flow. I risultati di Bennedsen e Wolfenzon sono guidati da due effetti opposti, che vengono chiamati "allineamento" ed "effetto della formazione della coalizione". Il primo è l'effetto positivo che esiste tra i flussi di cassa posseduti dalla coalizione di controllo ed il valore totale della società. Più alto è il flusso di cassa posseduto dalla coalizione di controllo, più questo interiorizza i costi delle sue azioni, ma nello stesso tempo se ne estraggono minori benefici. Il secondo e nuovo effetto nasce dal comportamento di equilibrio dell'azionista nel tempo in cui si forma la coalizione. Una volta che i voti e i flussi di cassa sono distribuiti, molte differenti coalizioni hanno sufficienti poteri di voto per controllare la società. Al di fuori della coalizione, colui che possiede la più piccola porzione di flussi di cassa è avvantaggiato perché ha il maggiore gruppo di azionisti da cui può espropriare. Questo implica che, l'effetto della formazione della coalizione minimizza i diritti dei flussi di cassa della coalizione vincente. Per capire quanto detto, viene presentato un esempio. Si consideri la decisione iniziale del proprietario di conservare il controllo assoluto o diluire il controllo della società. Se il proprietario ha abbastanza ricchezza per finanziare l'impresa e conservare una larga porzione di flussi di cassa, ad esempio l'80%, allora risulta ottimale conservare il controllo assoluto. Tuttavia, se il suo capitale iniziale gli permette di conservare una frazione minore, per esempio del 55%, conservare quel controllo non è ottimale. Si consideri una struttura alternativa, nella quale l'iniziale proprietario vende il 33,3% dei flussi di cassa e di voto ad ognuno di due investitori. Con il 66,6% dei flussi di cassa, due investitori prenderebbero azioni più efficienti di quello con il 55%. Chiaramente, il proprietario iniziale vorrebbe che la coalizione includesse tutti e tre gli investitori (effetto allineamento). Una volta però che i voti e i diritti di cassa sono distribuiti, gli azionisti hanno gli incentivi per formare una coalizione di controllo che espropri una larga parte degli investitori (effetto della formazione della coalizione), e conseguentemente, un azionista è lasciato fuori. Bennedsen e Wolfenzon affermano inoltre che non in tutte le strutture in cui il controllo è diluito si genera lo stesso valore per la società. Più i flussi di cassa sono diluiti tra più azionisti, più sarà facile trovare una coalizione

con sufficiente potere di voto ed un relativamente piccolo flusso di cassa. Simili risultati sono stati trovati da Zwiebel (1995), in un modello nel quale la struttura di proprietà è determinata dagli investitori che allocano la loro ricchezza nelle società per ricevere una grande quantità di benefici privati.

Per dimostrare invece l'effetto generato da questi patti sul potere di votazione, uno studio di particolare interesse risulta quello di Baglioni (2008). Studiando il mercato italiano, lo studioso cerca di svolgere un'indagine per determinare come questi accordi si sono evoluti in Italia. Baglioni dimostra che c'è un sostanziale indebolimento di proporzionalità tra diritto e potere di voto. Ciò viene calcolato tramite il valore di Shapley. In generale questo valore viene calcolato assegnando una ricompensa ad ogni giocatore che fa parte di una coalizione; questo contributo avrà valore diverso a seconda del contributo marginale che il giocatore apporta all'accordo stesso. Questo contributo, inoltre varia anche a seconda dell'ordine secondo cui i giocatori decidono di partecipare. Per bassi livelli di concentrazione di proprietà, rimaneggiare il potere di voto favorisce il primo azionista, mentre per alti livelli di concentrazione di proprietà questa operazione favorisce gli altri investitori rilevanti. Questi risultati vanno interpretati come segue. Quando il primo azionista possiede una relativamente piccola quantità di equity (10%), potrebbe sfruttare un accordo con altri azionisti per rafforzare la propria posizione: in questo caso l'effetto leva è la motivazione che sta dietro l'accordo. Al contrario quando il primo proprietario ha una grande quantità di titoli (40%), la sua posizione è già forte e dunque potrebbe mandare un segnale che è pronto a limitare la sua capacità di estrarre benefici privati dal controllo, per ridurre i costi di agenzia. Egli quindi rinuncia al potere di decisione condividendo il controllo con altri partecipanti in un accordo. Questo risultato, ottenuto analizzando i cambiamenti del potere di voto dei partecipanti ad accordi, è confermato dall'analisi della "legge di super-maggioranza"; questa legge è impiegata per limitare il potere del primo azionista, in quanto una decisione può passare unicamente se è supportata da diversi partecipanti, quando richiesto, anche all'unanimità. Le evidenze empiriche mostrano che più larga è la fetta di equity posseduta dal primo azionista, più alta è la probabilità che sia inclusa una legge di super-maggioranza nel contratto dell'accordo. Anche in questo caso l'ipotesi del controllo condiviso è più facilmente riscontrabile ad alti livelli di concentrazione.

Un altro filone di letteratura si sofferma invece prevalentemente sulle conseguenze associate alla stipula di accordi tra investitori. Gianfrate (2007), per esempio, attraverso il suo studio cerca di determinare quali sono queste conseguenze per quanto riguarda i patti di sindacato. Quanto emerge, con riferimento al mercato italiano è che è presente un'enorme sproporzione tra diritti patrimoniali e diritti di voto. Mediamente, infatti un patto di voto, avente una quota pari al 52% dei flussi di cassa, può esercitare fino all'87% dei diritti di voto. Questo, a dimostrazione di come questo genere di accordi possa distorcere la proporzionalità tra cash flow rights e voting rights.

Nonostante questo, una più ampia letteratura trova correlazioni positive come conseguenza all'esistenza di questi accordi. Chemla e al. (2007) afferma che questi accordi possono essere analizzati come un efficiente meccanismo di coordinazione che ha come conseguenze principali: maggiori incentivi per fare investimenti ex-ante e una maggiore protezione verso trasferimenti di benessere ex-post. Egli sostiene inoltre che un accordo può essere utilizzato come metodo per assicurare il controllo nelle società ed impedire scalate ostili. Sempre prendendo in considerazione le conseguenze positive alla stipula degli accordi, Laeven e Levine (2008), studiano una serie di imprese quotate facenti parte di 13 paesi europei. Ricontrano, che esiste un effetto positivo, sul valore della società, che essi individuano come conseguenza di una maggiore ripartizione dei diritti di voto e diritti patrimoniali tra più proprietari di grandi dimensioni. Ad una simile conclusione pervengono Faccio et al. (2001). Nel loro studio, viene dimostrato che il ruolo di più proprietari è molto importante in questi accordi, e che maggiore è il loro numero, maggiore risulta l'espropriazione verso gli azionisti di minoranza. Questa diminuzione sarebbe attestata secondo il loro studio, dall'aumento dei dividend rates. Anche, Gomes e Novaes (2005), sottolineano l'importanza della coalizione di controllo. Questa deriva dal fatto che sarebbe in grado di prevenire o limitare l'ammontare di benefici privati del controllo in capo al gruppo di controllo; anche secondo Gomes e Novaes, dunque, le coalizioni di controllo possono aiutare gli azionisti di minoranza. Il tema dell'espropriazione degli azionisti di minoranza, introdotto in queste ultime righe, è un tema di primo piano quando si parla di meccanismi per garantire il controllo. Secondo Shleifer e Vishny (1997), infatti, il problema di agenzia rilevante che la corporate governance dovrebbe risolvere, in molti paesi è quello rivolto agli azionisti di minoranza piuttosto che quello tra tutti gli azionisti ed i manager. Come già accennato, sembra una parte della letteratura

accademica sia concorde nell'affermare che questo tipo di struttura possa, in base a certe motivazioni, giovare agli azionisti minori. A supporto di questa tesi, si schierano Gomes e Novaes (1999), focalizzandosi su come questa protezione possa presentarsi nel momento dell'affare ex-post tra i grandi azionisti. In questo caso, l'accordo sarebbe in grado di prevenire le azioni volte a ridurre il payoff degli investitori di minoranza ad opera dei grandi azionisti stessi. Il loro studio è complementare a quello di Bennedsen e Wolfenzon, in quanto questi ultimi si focalizzano sul processo di formazione delle coalizioni di controllo senza considerare questi problemi di affare ex-post, mentre i primi al contrario non considerano i problemi strategici legati alla formazione di coalizioni. Ad ogni modo i due studi sono simili in quanto endogenizzano il processo attraverso il quale i grandi azionisti mitigano la deviazione piuttosto che iniziare con una tecnologia di monitoraggio esogena. Quanto trovato si ricollega a La Porta et al. (1999) e Bebchuk (1999) che avevano evidenziato come in paesi con una povera protezione per gli investitori, il controllo dovrebbe essere concentrato per prevenire che qualcuno se ne impadronisca senza averlo pagato interamente.

Anche Volpin (2002), nella sua indagine, trova delle conseguenze positive tra la presenza di patti parasociali ed efficienza societaria. Si domanda come la relazione tra proprietà e controllo possa in qualche modo influenzare il management e di conseguenza le performance. L'obiettivo principale del suo studio, è quello di determinare i fattori che influiscono sull'executive turnover e in quest'ambito, scopre che la rotazione nel monitoraggio, risulta più sensibile quando fa capo ad un sindacato di voto. Nello studio emerge anche che gli azionisti di minoranza, di per sé, non sembrano operare un ruolo determinante nel controlling della società. Nello specifico, i risultati suggeriscono che questi ultimi partecipano alla governance solo se i loro voti sono necessari all'azionista di controllo per controllare la società, come nel caso dei sindacati di voto. Al di fuori del loro ruolo in un sindacato di voto, una buona parte degli azionisti di minoranza non migliora la governance della società in quanto non aumenta né la sensibilità al turnover ad eseguire né la valutazione della società. In Italia, questo processo, consente al primo azionista di controllare la società. Ciò avviene, soprattutto quando costui, non possiede una partecipazione abbastanza grande per detenere il controllo da solo. La posizione di controllo, secondo quanto afferma Volpin, può essere modificata, nel senso che l'azionista di controllo che ha mansioni esecutive, può essere sostituito se non svolge a dovere il proprio compito.

Un esempio di questo comportamento, risulta da quanto avvenuto in Olivetti. Dopo diversi anni, che De Benedetti, in qualità presidente del board, non ha svolto in maniera adeguata i propri compiti, è stato indotto a rinunciare ai ruoli esecutivi assunti. In ultimo, Volpin afferma, che questo legame, non avviene quando sono presenti patti di voto e siamo in presenza di una partecipazione familiare. In questo caso, il patto, risulterebbe volto a mantenere il controllo della società.

### 3.4 Piramidi societarie

Secondo gli studi di La Porta e al. (1999), molte società possiedono un azionista di controllo, che la maggior parte delle volte è lo Stato o una famiglia. Inoltre, in diversi paesi, singoli individui o famiglie controllano un gran numero di società. Queste organizzazioni, tipicamente indicate come un gruppo aziendale familiare, sono spesso organizzate secondo una struttura piramidale. Tuttavia a dispetto dell'ubiquità dei gruppi piramidali, non ci sono vere e proprie teorie formali che ne spiegano l'esistenza. La spiegazione classica della loro presenza è che essa permetta alle famiglie di mantenere il controllo di un'impresa partecipando solo in minima parte ai flussi cassa. In questo capitolo si cercherà di andare un po' più in profondità alla questione e si cercherà di mettere alla luce nuove motivazioni che stanno alla base di questa struttura.

La letteratura e gli accademici che hanno affrontato questo tema, vedono le cause e le motivazioni che possono portare alla formazione di un gruppo piramidale, principalmente suddivise in due fattispecie: una legata al mercato e l'altra legata alle performance aziendali. Il filone di pensiero che vede nella formazione di queste strutture una motivazione strettamente legata al mercato, crede che ciò sia dovuto alle inefficienze che lo stesso mercato manifesta, soprattutto nel finanziamento alle imprese. Studiosi come Leff (1978) e Khanna e Palepu (1997), evidenziano per quanto riguarda questo tema, che spesso questi business group, sostituiscono il mercato dei capitali, e funzionano proprio come metodo di finanziamento. Ciò avviene prevalentemente nei paesi con una povera protezione per gli investitori. Il che troverebbe riscontro in quanto affermato da La Porta e al. (1997) e da Faccio e Lang (2002), che nelle loro indagini hanno dimostrato come le strutture piramidali

siano più facilmente riscontrabili in questo tipo di paesi. Due sono i metodi attraverso i quali le società riuscirebbe ad utilizzare queste strutture come sostituto di mercato. Da una parte supplirebbero alla mancanza di finanziamenti esterni, sostituendoli con forme di finanziamento provenienti da dentro i gruppi. In alternativa i gruppi sono anche in grado di agevolare le stesse forme esterne di finanziamento. Si può realizzare dunque un duplice effetto, da una parte con funzione di intermediazione e dall'altra con funzione di sostituzione. Questo effetto di sostituzione è stato ampiamente riconosciuto dalla letteratura. Piga (2002), Bianco e Nicodano (2006), per esempio, indagano sulla struttura delle catene piramidali e sui metodi di finanziamento all'interno dei gruppi. Quello che trovano è che il leverage è maggiore nelle società controllanti rispetto a quelle che sono controllate. Il che sarebbe dovuto al fatto, che le holding hanno la propensione ad accentrare su sé stesse l'approvvigionamento proveniente dai vari livelli.

Già secondo Hilferding (1910) e Berle e Means (1932), agli inizi del 900', c'era la tendenza a pensare che le catene piramidali fossero in grado di permettere il controllo sulle società attraverso una partecipazione minima e non commisurata. Bebchuk e al. (2000), si sofferma invece sul fatto che queste strutture, sarebbero in grado di separare i diritti patrimoniali dai diritti di voto, al fine di estrarre benefici privati.

Sempre facendo riferimento al filone di pensiero che si focalizza sul mercato come motivazione alla base delle catene piramidali, si inserisce lo studio di Almeida e Wolfenzon (2006). Essi partono dalla constatazione che, secondo quanto ci dice La Porta et al. (1999), questa struttura è molto più diffusa della struttura dual class nel panorama mondiale. L'alta incidenza di piramidi societarie, non sembra essere causata da restrizioni all'uso di strutture dual class. Sebbene queste restrizioni stabiliscano un limite superiore efficace alla deviazione dal one-share one vote attraverso l'utilizzo di una struttura dual class, molte società piramidali hanno deviazioni che scendono al di sotto di questo limite superiore ammissibile secondo Bianchi, Bianco ed Enriques (2001).

Queste evidenze suggeriscono ad Almeida e Wolfenzon che altre motivazioni al di là della mera separazione tra diritti di cassa e diritti di voto stia dietro la creazione di strutture piramidali. La domanda di fondo che si pongono è quale sia il motivo per il quale una struttura piramidale dovrebbe essere preferibile ad altri strumenti di separazione. Se da una parte la letteratura sui gruppi piramidali non è in grado di fornire una spiegazione esauriente

del fenomeno, questi due accademici, propongono una vera e propria teoria delle piramidi, volta a fornire una chiave interpretativa del fenomeno nel suo insieme piuttosto che di un particolare aspetto. Essi sottolineano che le piramidi si formano perché ingrandiscono un dato livello di benessere personale attraverso il controllo sulle società. Ma è il livello di protezione degli investitori che gioca un ruolo cruciale nella scelta del gruppo piramidale. Una povera protezione degli investitori, porta ad un'alta deviazione di flussi di cassa, che rendono la struttura piramidale più attraente per almeno due ragioni. In primo luogo, questa deviazione fa accrescere i benefici privati del controllo, anche se a costo di una riduzione dei benefici di sicurezza. In secondo luogo, poiché gli investitori esterni anticiperebbero la deviazione, scontrerebbero i termini a cui sono disposti a fornire finanziamenti, ed è a questo punto ottimale per gli azionisti di controllo utilizzare fondi interni delle imprese per creare nuove imprese prima di aumentare qualsiasi finanziamento esterno. Ciò rende utile per la famiglia utilizzare tutti i guadagni mantenuti delle imprese di gruppo esistenti in una struttura piramidale (vantaggio finanziario). A questo punto della trattazione, delle considerazioni riguardanti le regolamentazioni o la tassazione, ci permettono di fare maggiormente luce su questo fenomeno. Per esempio Morck (2003) fornisce prove che la tassazione sui dividendi tra società all'interno di una piramide societaria, possano ridurre l'incidenza delle strutture piramidali.

Secondo Belcredi (2007), ad esempio, la semplice introduzione di interventi legislativi potrebbe fungere da deterrente per la formazione di queste strutture. Tra questi, la limitazione della deducibilità fiscale sugli interessi passivi maturati per finanziamenti tra le affiliate. Porre un limite all'indebitamento, potrebbe per le società facenti parte di gruppi, secondo l'autore, risultare funzionale oppure riuscire a congelare i diritti di voto della capogruppo. Belcredi, fissa inoltre un limite all'indebitamento per le società appartenenti a gruppi piramidali, finanche alla previsione di un sistema di contenimento o congelamento dei diritti di voto esercitabili dalla capogruppo. Secondo Sandri e Mengoli (2007), la chiave potrebbe essere la leva fiscale. Essi vedono, in questo intervento, il possibile avvio, di un processo volte a frenare la diffusione dei gruppi piramidali.

Altri autori, come detto in precedenza, hanno invece concentrato l'attenzione sulle possibili relazioni tra i gruppi e le performance aziendali. In questa direzione, compiono le loro indagini Claessens e al. (2006). Dimostrano che le società che fanno parte di strutture

piramidali hanno valori della Q di Tobin<sup>10</sup> più basso. Una buona fetta della letteratura afferma che gli effetti delle strutture piramidali sono positive per le performance aziendali. Khanna e Rivkin (2001) hanno trovato un maggiore ROA nella maggior parte delle società oggetto del loro studio. Sia questo studio che quello di Khanna e Palepu (1997,1999) spiegano entrambi il perché questo tipo di strutture potrebbe rappresentare un vantaggio nelle economie con mercati ed istituzioni poco funzionali. Secondo la loro visione questo tipo di strutture potrebbe aiutare a superare le frizioni del mercato. Nelle economie dove l'asimmetria di informazioni è notevole ed i segnali istituzionali di fiducia sono inadeguati e privi di effetto, i finanziamenti esterni sono costosi e limitati. Le strutture piramidali possono in questo caso favorire il monitoring e superare le limitazioni di liquidità garantendo alle società del gruppo le risorse adeguate.

Gli studi presentati precedentemente, mettono in luce come le performance aziendali possono essere collegate positivamente con la presenza di gruppi piramidali, ciononostante non ci sono meno ragioni per avere un approccio più scettico rispetto a questo tipo di strutture. La prima ragione è che la struttura piramidale permette all'azionista di controllo di assicurarsi il controllo senza un commisurato diritto di cassa. Ciò permette al proprietario di proteggersi dalla possibile perdita di potere, il che consente l'entrenchment. Una volta che il controllo è assicurato, il basso diritto di cassa dell'azionista porta a problemi di agenzia, inclusa la non massimizzazione degli investimenti. In secondo luogo, nelle piramidi societarie controllate dalle famiglie, i membri spesso ottengono delle posizioni di top management. La successione per eredità può avere un effetto negativo perché queste posizioni di rilievo vanno, non al più capace, seguendo principi meritocratici, ma ad un membro della famiglia, come modellato da Caselli e Gennaioli (2003). Nell'ambito della sua analisi volta a stimare il grado di sensibilità della sostituzione del top management rispetto ai risultati aziendali, Volpin (2002), dimostra, che il grado di sensibilità nella sostituzione del management è più bassa nei gruppi piramidali. In questi, il turnover è minore per quanto riguarda i membri della famiglia che per i manager professionali. Risultati simili, ovvero che il turnover del CEO

---

<sup>10</sup> La teoria della Q di Tobin, dal nome del Premio Nobel per l'economia James Tobin, afferma che il valore di mercato del pacchetto azionario di un'impresa sia in grado di misurare la differenza tra il capitale desiderato dall'impresa e il capitale effettivamente posseduto da questa. A testimonianza di questo, secondo Claessens, il modello disincentiva la ricerca di azioni ottimizzanti i risultati dell'impresa.

è elevato nelle società italiane poco performanti, solo se gli stessi CEO non sono affiliati con l'azionista di controllo, vengono evidenziati da Brunello e al. (2003).

Riyanto e Toolsema (2008), inseriscono nella trattazione delle strutture piramidali i temi del tunneling e del propping. I due accademici affermano che laddove siano presenti strutture piramidali si verificano spesso anche questi due fenomeni. Il primo, il tunneling, rappresenta il trasferimento di risorse dalla base al vertice. Il trasferimento può avvenire secondo diverse metodologie: tramite prezzi di trasferimento, la fornitura di capitale a prezzi artificiali oppure tramite pagamenti inflazionati per beni intangibili come patenti, brand e assicurazioni. Talvolta questo procedimento è reso necessario per salvare alcune società appartenenti al gruppo che versano in difficoltà finanziarie. Queste ultime, sarebbero destinate al fallimento altrimenti, senza una struttura piramidale alle spalle. Questo flusso di risorse, in verso contrario, al fine di salvare un'impresa del gruppo dalla bancarotta, prende il nome di propping. La controllante, difficilmente, può permettersi di non intervenire in favore di una controllata, dimostrano studiosi come Friedman e al. (2003), Kim (2004) e Gopalan e al. (2005). Al non intervento corrisponderebbe infatti una grossa perdita di reputazione, che, appunto, la controllata difficilmente può permettersi. Secondo Johnson e al. (2000) e Bertrand e al. (2002), questo trasferimento dai livelli inferiori a quelli superiori, corrisponde alla possibilità, per la holding di distrarre utili dalle controllate. Anche Bea, Kang e Kim (2002) hanno riportato dirette evidenze di tunneling studiando questo fenomeno all'interno del mercato coreano.

## 4. CASO EUROPA

Questo capitolo ha come obiettivo quello di chiudere una prima parte dell'elaborato, prevalentemente improntato sulla letteratura per avviare una seconda fase, più pratica che si pone lo scopo di raccontare la situazione, a livello europeo per quanto riguarda questo capitolo e il quadro italiano nel capitolo successivo. Il tentativo di questi due capitoli è di fornire una visione dapprima globale poi con un maggiore focus sul nostro paese delle questioni trattate nei capitoli precedenti. Per quanto riguarda questo capitolo, si cercherà di raccontare la diffusione delle dual class shares, accordi tra investitori e piramidi societarie in un panorama prevalentemente europeo. Prima ancora, si cercherà di raccontare la situazione degli assetti proprietari europei e la situazione del mercato. Un primo capitolo viene, infatti, dedicato proprio al mercato ed allo sviluppo di regolamenti e direttive internazionali per promuoverne lo sviluppo.

### 4.1 Armonizzazione dei mercati e direttive comunitarie

La nascita di un mercato sempre più globalizzato ed internazionale ha guidato sempre di più negli anni l'esigenza di sviluppare delle pratiche in grado di armonizzare le leggi di mercato tra i diversi stati e superare le frizioni che frenano il libero commercio tra i confini internazionali. Per questo motivo, sono stati avviati nel corso degli anni, diversi tentativi per connettere il mercato internazionale e soprattutto quello europeo. Risulta dunque necessario, prima di addentrarsi nella trattazione delle fattispecie europee degli assetti proprietari e dei meccanismi per garantire il controllo, spiegare quali direttive e principi di regolamenti abbiano tentato di rendere il mercato sempre più unificato.

L'organo IOSCO, già citato nei capitoli precedenti, ha svolto sicuramente un ruolo storico in questo senso. Esso rappresenta, un'associazione di organizzazioni, con lo scopo di regolare la sicurezza del mercato. Dalla sua formazione (1983), fanno parte membri di oltre 100 paesi,

prevalentemente costituiti da istituti regolatori finanziari di ogni paese. Attraverso i suoi 38 principi della regolamentazione dei titoli azionari, adottati nel 1988, si pone diversi obiettivi:

- Migliorare l'indipendenza degli organi di revisione e l'efficienza degli stessi.
- Regolare i principi per la trasparenza e la divulgazione di mercato.
- Regolare i principi riguardanti i conflitti di interesse e le operazioni con le parti correlate.
- Creare un codice di condotta per le agenzie di rating.
- Delineare una serie di "core principle" che dovrebbero funzionare da best practice.
- Un memorandum d'intesa multilaterale volta alla cooperazione comune nel caso di indagini di controllo.

Attraverso lo "IOSCO assessment methodology", viene da una parte fornita un'interpretazione ai diversi principi, dall'altra vengono fornite le linee guida per la loro implementazione.

Allo stesso modo, l'OECD, svolge il ruolo essenziale di organizzazione economica intergovernativa, di cui fanno parte 35 paesi. Fondato nel 1961, per promuovere il progresso economico ed il commercio mondiale. Tra i compiti e le attività di questa organizzazione, l'individuazione di principi comuni, elaborazione di studi, statistiche e predisposizioni con valore vincolante. Nel promuovere l'integrazione del mercato e dello sviluppo economico, questa organizzazione emerge nel panorama degli organismi internazionali. I suoi compiti per quanto concerne la nostra trattazione si estendono dalle tematiche finanziarie, economiche, sociali, di cooperazione e governance.

Di notevole interesse, sono i tentativi anche a livello europeo. Dal trattato di Parigi del 1951 nasce l'ECSC (European Coal and Steel Community). Questo rappresentò il primo tentativo per aiutare l'economia europea, ma soprattutto fu il precursore dell'organizzazione EEC (Economic European Community). Questo organo regionale, trasformatosi poi nell'EC (European Community) nel trattato di Maastricht, fu il primo sostanziale tentativo di uniformare l'economia degli stati membri. I compiti di questi organi sono simili a quelli elencati precedentemente, solo circoscritti ai paesi facenti parte l'Unione Europea. Questi organi si propongono di migliorare la corporate governance degli stati membri cercando di migliorare l'impianto giuridico dei vari stati in modo da aumentare la protezione verso gli

investitori. Attraverso l'art. 288, viene definito il TFUE<sup>11</sup>, sono in tal modo delineati gli atti che possono essere utilizzati dall'Unione Europea per spronare gli stati membri ad operare i cambiamenti necessari. Questi comprendono cinque tipologie di atti "tipici", poiché specificatamente contenuti all'interno del TFUE:

- I regolamenti, direttamente applicabili dai membri, sono atti implementabili in maniera obbligatoria in ogni aspetto in cui sono presentati.
- Le direttive, sono invece atti obbligatori solo nell'obiettivo da perseguire. L'UE stabilisce quindi un obiettivo o un risultato da raggiungere, ma permette ai suoi stati membri di scegliere autonomamente la strada per raggiungerli.
- Le decisioni, simili ai regolamenti, sono obbligatori in ogni loro parte
- Le raccomandazioni, rappresentano invece atti che non vincolano gli stati membri, ma rappresentano più dei consigli su comportamenti.
- I pareri, infine, che consentono ad un particolare stato membro di chiarire la propria posizione riguardo ad un particolare tema.

Tra questi, gli strumenti che maggiormente vengono utilizzati nei tentativi di armonizzazione ed integrazione del mercato sono i primi due, con particolare attenzione alle direttive. Queste (direttive), rappresentano infatti il metodo più utilizzato, perché consente una certa flessibilità agli stati nel raggiungere il risultato. Tra i temi, che hanno maggior importanza, nel delineare le best practice per la corporate governance, direttive per i diritti degli azionisti e che ne promuovono la partecipazione attiva, direttive e raccomandazioni sulla composizione degli organi interni e del board. Di particolare importanza anche le direttive e le raccomandazioni sulla trasparenza, per migliorare la qualità informativa, obblighi di divulgazione e comunicazione. Infine regolamenti e direttive riguardo alla revisione legale dei conti e sulla stabilità dei mercati e la tutela degli azionisti.

Sono stati dunque esposti in questo capitolo, una serie di organizzazioni, che promuovono la cooperazione e l'integrazione del mercato, con lo scopo di migliorare la corporate governance e la tutela degli investitori. Molti degli strumenti, in particolare le direttive, utilizzati da queste organizzazioni, verranno ripresi nei capitoli successivi entrando più nello specifico. Molti passi, dunque, sono stati fatti dai primi tentativi a partire dagli anni 60',

---

<sup>11</sup> Acr. di Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea

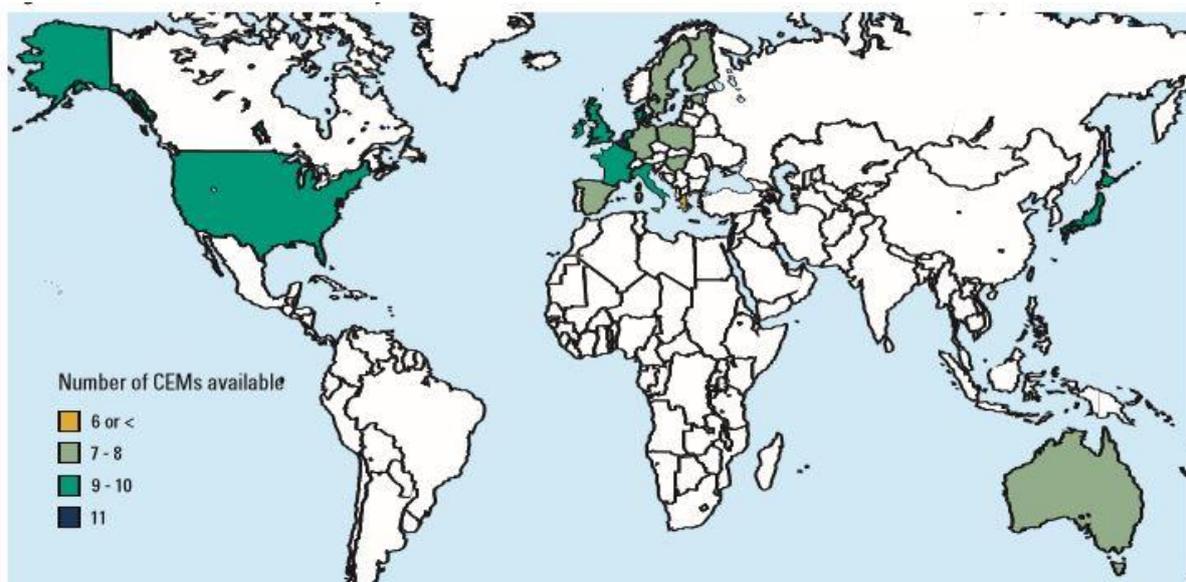
rimangono comunque all'interno dei diversi paesi europei differenti approcci e tradizioni alla disciplina del governo societario e alla tutela degli investitori. Nei capitoli successivi si tenterà di far emergere queste differenze con particolare attenzione al caso europeo.

## 4.2 Meccanismi per garantire il controllo e la loro diffusione

Questo capitolo, ha come obiettivo quello di capire come le forme di *disproportional ownership* si sono diffuse nel mondo ed in particolare in Europa. Si cercherà dunque, nel limite del possibile, di creare una fotografia attuale, cercando di percorrere questo capitolo su punti di vista paralleli. In primo luogo si circoscriveranno geograficamente questi meccanismi. In secondo luogo, verrà presa in considerazione la fattispecie europea cercando di delineare dove sono presenti queste strutture ed in quali casi le legislazioni hanno impedito o introdotto restrizioni alla loro diffusione.

A supporto di questa trattazione, lo studio più importante di cui possiamo usufruire, è uno studio uscito nel 2007, avviato dall'*Institutional Shareholder Services* in collaborazione con *Shearman & Sterling LLP* e la *European Corporate Governance Institute (ECGI)*. L'obiettivo di questo sforzo collettivo di team appartenenti a molti paesi europei, era quello di produrre uno studio dettagliato che fornisse una fotografia completa e sistematica degli strumenti della *corporate governance* a disposizione nei vari paesi (fig. 3).

Figura 3: Meccanismi per garantire il controllo nel mondo



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 14

Come illustrato in figura in molti paesi, uno o più di questi meccanismi per garantire il controllo sono consentiti e sono dunque a disposizione delle società. Per CEMs si intendono tutti i meccanismi per garantire il controllo e non solo quelli più importanti presi in considerazione in questo elaborato: dual class shares, piramidi societarie ed accordi tra investitori.

Prima di osservare più da vicino il panorama europeo, si cercherà di proporre una breve trattazione di questi meccanismi a livello mondiale. Ad esempio nelle società dei paesi asiatici, i meccanismi più utilizzati sono le strutture piramidali e il cross-shareholdings tra imprese. Il dual class shares non è molto presente in questi paesi, perché in molti di essi la giurisdizione lo ha proibito in conformità con il principio del one-share one vote. Hong Kong, China, South Korea, e Taiwan sono tra queste ed hanno dunque proibito nel loro mercato l'utilizzo della struttura a due classi di diritti di voto. Il Giappone fino al 2014 non possedeva società quotate con dual class shares fino al 2014. Le strutture piramidali sono, invece, il sistema più comune tra le società pubbliche in Indonesia (66,9%), Singapore (55%), Taiwan (49%), e Korea (42,6%); in media, il 38,7% delle società pubbliche asiatiche utilizzano piramidi societarie per mantenere il controllo. Negli Stati Uniti, la proprietà è perlopiù dispersa. Solo approssimativamente il 7% sono società controllate. Le piramidi e il cross-shareholding non sono molto comuni e molte delle società pubbliche americane non

appartengono ad un gruppo di business. Il meccanismo più popolare negli Stati Uniti è tuttavia il dual class shares. Uno studio sulle società pubbliche americane ha rivelato che il 70% delle società controllate mostrano una struttura a doppia classe di voto o allegano speciali diritti ad alcuni azionisti. Un ulteriore studio portato avanti da Gomper et al. (2010), mette in luce che circa il 6% delle società americane possiedono dual o multi class shares, comprendendo approssimativamente l'8% della capitalizzazione di mercato di tutte le società. Seppure questo numero non sembri molto grande, è aumentato negli anni recenti con il crescente passaggio a pubbliche di molte società tecnologiche con la struttura dual class. La percentuale di nuove IPO, che hanno deciso di adottare la struttura dual class negli Stati Uniti è aumentato dall'8% nel 2008 al 28% nel 2013.

### 4.3 Il controllo in Europa

Come anticipato ad inizio capitolo, in questa parte si cercherà di focalizzare maggiormente l'attenzione sull'Europa. Si cercherà quindi di analizzare, prima di passare ai meccanismi al centro dell'elaborato, come si distribuisce il controllo in Europa. Nel 2002, Faccio e Lang hanno dato il via a delle ricerche per trovare il percorso delle strutture di proprietà nelle società europee. Studiarono 5.232 società e trovarono che due tipi di proprietà erano diffuse in questi paesi (tab. 3). La prima categoria, in cui circa il 44,29% delle società sono controllate tramite famiglie e la seconda categoria che si riferisce al 36,93%, rappresentata da società ad ampia compagine societaria. In particolare, nella seguente figura se ne possono cogliere le differenze a livello nazionale.

Tabella 3: Strutture di proprietà nell'Europa occidentale

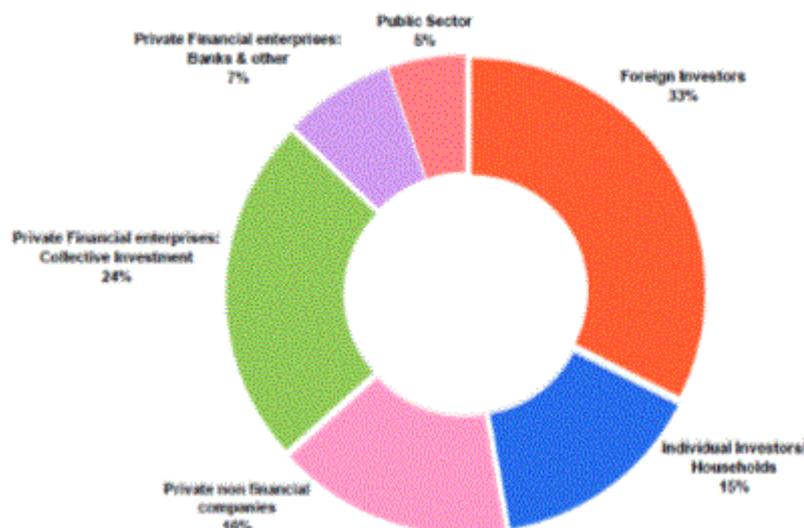
Country	Number of Firms	Widely held (%)	Family (%)
Austria	99	11.11	52.86
Belgium	130	20	51.54
Finland	129	28.68	48.84
France	607	14	64.82
Germany	704	10.37	64.62
Italy	208	12.98	59.61
Norway	155	36.77	38.55
Portugal	87	21.84	60.34
Spain	632	26.42	55.79
Sweden	245	39.18	46.94
Switzerland	214	27.57	48.13
Ireland	69	62.32	24.63
UK	1,953	63.08	23.68
<b>Total</b>	<b>5,232</b>	<b>36.93</b>	<b>44.29</b>

Fonte: Sharifi N. (2014) *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Eastern Mediterranean University. p. 17

continentale, il modello di proprietà è prevalente basato sulle famiglie, in cui queste rappresentano gli azionisti di maggioranza nelle società quotate. La più alta percentuale di concentrazione è riscontrata in Germania e Francia.

Per quanto riguarda il mercato finanziario, in accordo con il report pubblicato da FESE (Federation of European Securities Exchange), la struttura di proprietà delle azioni nel

Figura 4: Struttura di proprietà nelle società quotate europee



Fonte: Sharifi N. (2014) *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Eastern Mediterranean University. p. 18

Viene dimostrato che esisteva una grossa differenza tra le tipiche strutture di proprietà, tra le società dell'Europa continentale, l'Irlanda e il Regno Unito. Questi due paesi, infatti, come era stato detto già in precedenza per il Regno Unito, hanno un sistema outsider, con una struttura di proprietà dispersa.

Mentre nell'Europa

mercato è distribuita secondo la seguente figura alla fine del 2005 (fig. 4). I dati raccolti da 21 paesi in Europa, rappresentano il 97% della capitalizzazione di mercato nell'anno. Le azioni sono possedute prevalentemente da due gruppi principali: investitori esterni e

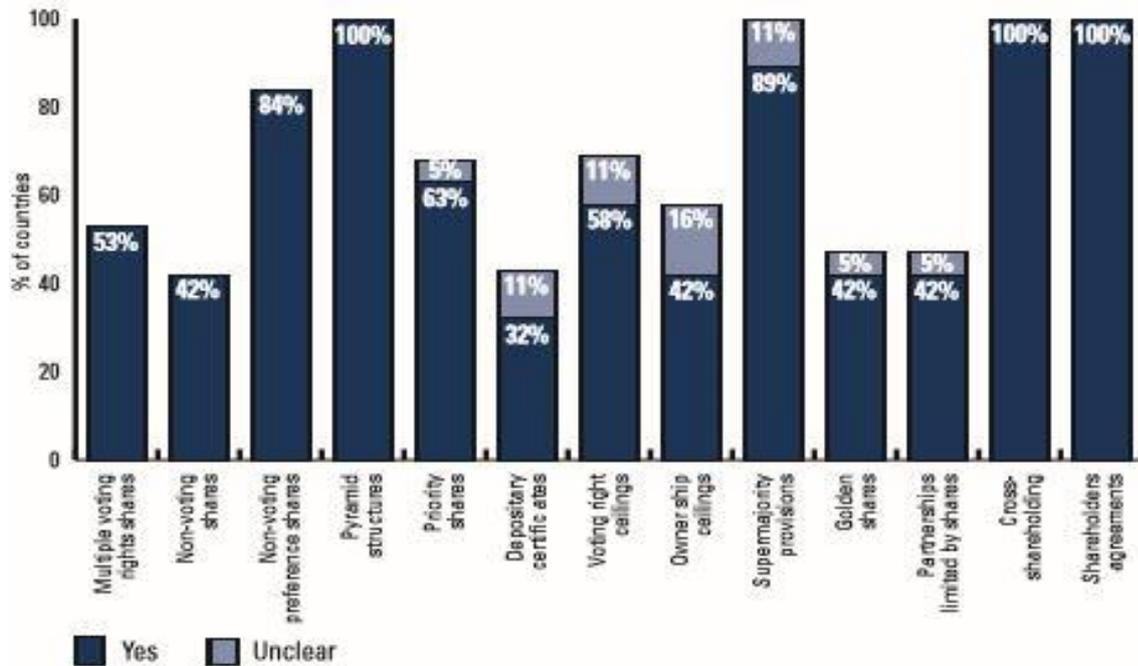
società finanziarie private, con rispettivamente il 33% e il 31%. Il livello medio di household shares e azionisti individuali si attesta intorno al 15%. I tre anni di crisi della democrazia tra il 2000 e il 2002 hanno avuto un grande effetto sulle partecipazioni dei mercati europei, per questo questa parte di investitori è diminuita dal 1999 al 2005. Comunque sia, ci sono delle eccezioni, gli investimenti individuali sono aumentati in Danimarca, Polonia, Italia e Belgio.

#### 4.4 Meccanismi a disposizione delle società

Per studiare il panorama europeo, come detto precedentemente, ci si affida allo studio di proporzionalità avviato dall'Institutional Shareholder Services in collaborazione con Sherman & Sterling LLP e la European Corporate Governance Institute (2007). Il quadro normativo di 13 CEMs è stato esaminato in 19 giurisdizioni europee, mentre nei capitoli precedenti di questo elaborato si erano presi considerazione le tre forme più diffuse (dual class shares, piramidi societarie e coalizioni). Sebbene i sistemi legali di questi paesi siano piuttosto diversi, questi meccanismi appaiono sempre alla base di due principi: il principio proporzionale, o one share-one vote principle (OSOV), che tende alla repressione di questi meccanismi, e il tradizionale principio della libertà di contratto, o Inherent Right to Self Organisation Principle (IRSO), basato sulla premessa che, soggette a certe misure precauzionali, le società dovrebbero essere lasciate libere di organizzarsi come meglio credono. Nessun paese ha adottato un approccio totalmente improntato su un principio o sull'altro. Al contrario, molti paesi tendono a mantenere una posizione intermedia: la maggior parte di questi ha a disposizione tra i cinque e gli undici CEMs disponibili. Anche i paesi, che per qualche motivo, formalmente adottano il principio OSOV, autorizzano l'utilizzo di qualche forma di questi meccanismi. Come risultato, i CEMs sono largamente disponibili in tutti i paesi esaminati. La figura successiva ci permette di osservare in che percentuale questi meccanismi sono presenti nei 19 paesi presi in esame. Dai dati a

disposizione, emerge che, tutti questi meccanismi tranne uno, sono disponibili in almeno il 40% delle giurisdizioni e cinque di questi sono disponibili in più dell'80% dei paesi (fig. 5).

Figura 5: Disponibilità dei meccanismi nei paesi europei



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 15

Come si può osservare, i patti tra gli azionisti e le piramidi societarie sono autorizzate nel 100% dei paesi. Lo studio delle dual class shares è invece suddiviso in tre fattispecie: il voto multiplo, azioni senza diritto di voto e azioni senza diritto di voto, ma con preferenza. La differenza tra gli ultimi due tipi è che le prime sono azioni senza diritto di voto e non portano nessun diritto di cash flow (come dividendi preferenziali) per compensare l'assenza di diritto di voto. Al contrario nel secondo caso sono presenti strumenti per compensare questa mancanza. Un quadro più completo ci viene fornito in questa figura, in cui vengono rappresentati i meccanismi disponibili per ogni paese preso in considerazione (tab. 4).

Tabella 4: Disponibilità dei meccanismi per garantire il controllo per paese

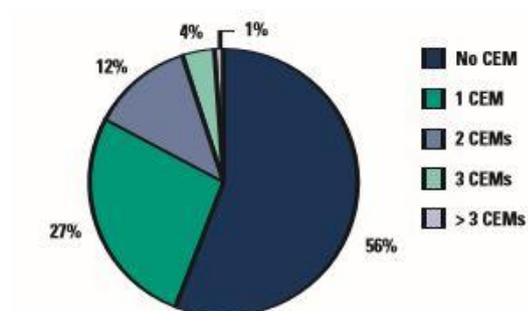
Country	Multi. voting right shares	Non voting shares	Non Voting pref. shares	Pyramid structure	Priority shares	Dep. certif.	Voting right ceilings	Ownership ceilings	Super-majority provisions	Golden shares	Partnerships ltd. by shares	Cross share holdings	Shareholders agreements
BE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
DE	No	No	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
DK	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
EE	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
FI	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
FR	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No	Unclear	Yes	Yes	Yes	Yes
GR	No	No	Yes	Yes	No	No	No	No	Yes	No	No	Yes	Yes
HU	Yes	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Unclear	Yes	No	No	Yes	Yes
IE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Unclear	Yes	Yes	Unclear	No	Yes	Yes	Yes
IT	No	Yes	Yes	Yes	Unclear	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
LU	No	No	Yes	Yes	Unclear	Yes	Unclear	Unclear	Yes	Unclear	Yes	Yes	Yes
NL	Yes	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes
PL	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	Unclear	Yes	Yes	No	Yes	Yes
SE	Yes	No	No	Yes	Yes	Unclear	Yes	No	Yes	No	No	Yes	Yes
SP	No	No	Yes	Yes	No	No	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
UK	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes
AU	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Unclear	No	Yes	Yes	No	Unclear	Yes	Yes
JP	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Unclear	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes
USA	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	No	No	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes

Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 15

Il secondo risultato di questo studio, che verrà messo in evidenza successivamente, è che sebbene molti paesi forniscano alle società la possibilità di avvalersi, se lo desiderano, di questi strumenti, non tutte le società scelgono di esercitare questa libertà. La disponibilità di un certo meccanismo in un paese non necessariamente si traduce nel fatto che venga utilizzato da qualche azienda.

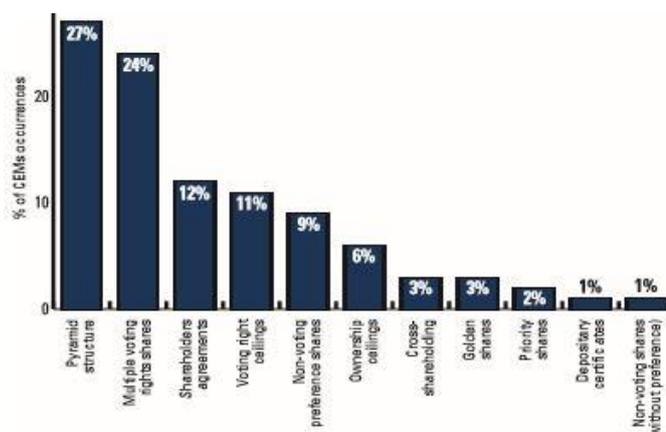
Prendendo in considerazione 464 società pubbliche appartenenti a 16 Stati europei, ne è risultato che il 44% di queste società possiede almeno un meccanismo per garantire il controllo (fig. 6). La prima figura, permette di capire l'entità di questi dati, mentre quella a fianco permette di osservare quali tipi di meccanismi vengono maggiormente utilizzati all'interno delle società studiate. Le piramidi societarie sono diffuse nel 27% di queste, a seguire le classi a voto multiplo e gli accordi tra gli azionisti con rispettivamente il 24% e il 12% (fig. 7).

Figura 6: Numero di meccanismi per garantire il controllo nelle società europee



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 25

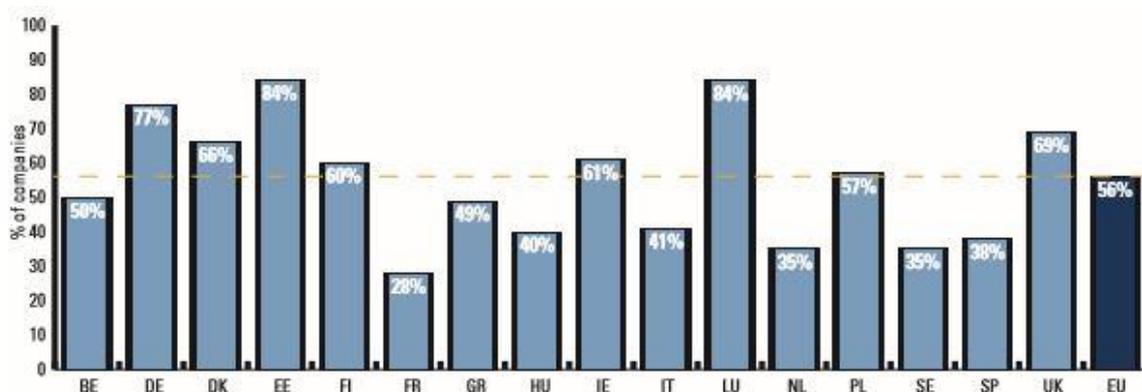
Figura 7: Frequenze per ogni tipo di meccanismo per garantire il controllo



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 25

Il seguente grafico permette invece di cogliere quali sono le fattispecie a livello dei singoli Stati presenti nello studio. Nello specifico, si può cogliere, con un parallelismo con la media europea, la percentuale di società che non utilizzano CEMs per ogni paese.

Figura 8: Società senza meccanismi per garantire il controllo in Europa



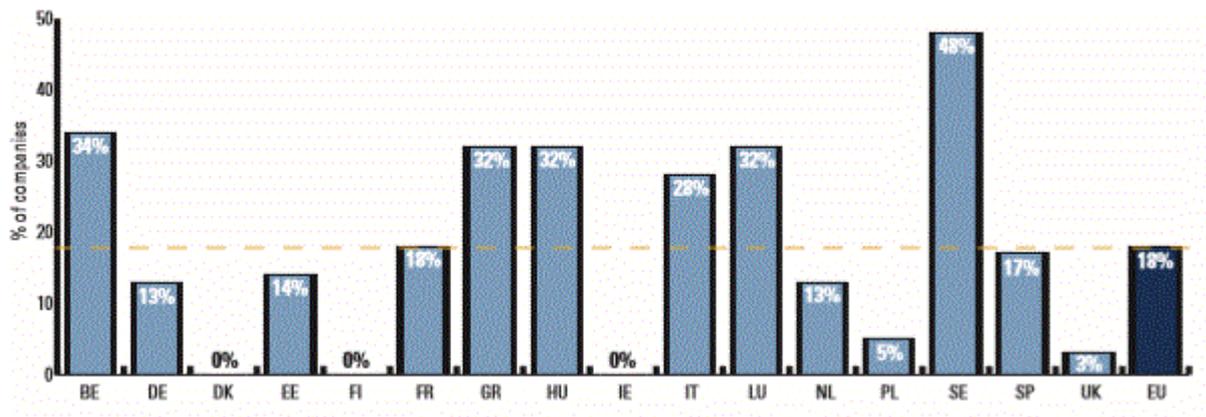
Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 24

Rispetto alla media Europea (56%), troviamo molti Stati che hanno una deviazione sostanziale da questa media (fig. 8). Francia, Ungheria, Italia, Olanda, Svezia e Spagna, avendo le percentuali più basse, presentano il maggior numero di società che utilizzano questo tipo di strutture.

## 4.5 Strutture piramidali

Si passerà ora in questa sezione ad analizzare più nel dettaglio piramidi societarie, accordi tra azionisti e dual class shares. In accordo con lo studio di Shearman Sterling, il meccanismo di struttura piramidale è ampiamente usato in quasi tutta Europa, legalmente disponibile nel 100% dei paesi, è presente solamente nel 75% di questi. Il grafico seguente mostra la frequenza di utilizzo di questa struttura all'interno del panorama europeo (fig. 9).

Figura 9: Strutture piramidali in Europa



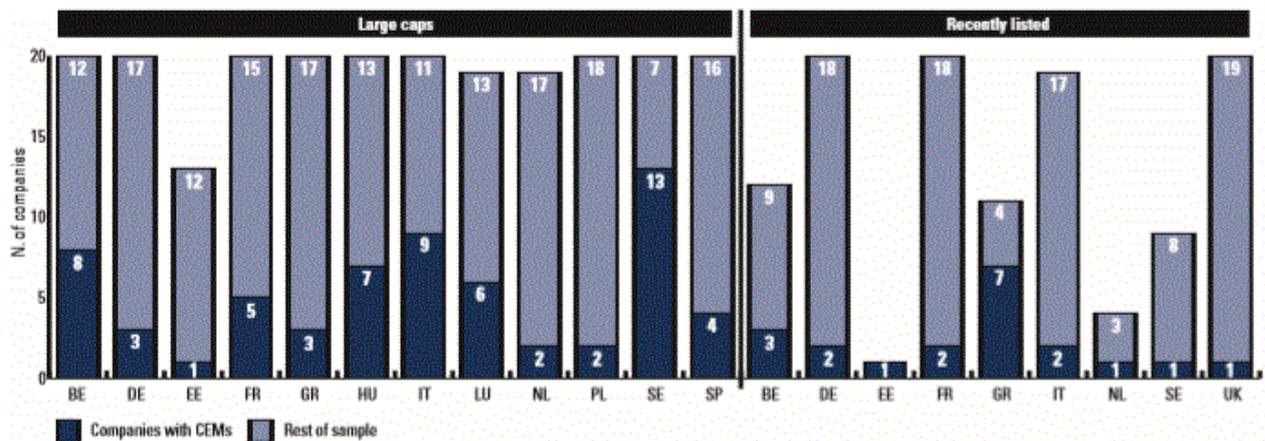
Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 29

Il 18% delle società a campione (83 società europee), hanno dimostrato di presentare questo tipo di struttura. La struttura piramidale risulta una delle organizzazioni non solo più disponibile, ma anche più largamente usata. Rappresentano un'eccezione, paesi come la Danimarca, Finlandia e Irlanda. Mentre la Svezia, si caratterizza come il paese con la percentuale più alta di società legate ad una struttura piramidale tra i paesi presi in esame.

Questo meccanismo, come indicato in figura, è piuttosto comune tra le grandi società, in cui è stato riscontrato nel 63 casi (20%) (fig. 10). Una percentuale simile, ma più bassa corrisponde alle società recentemente quotate, in cui sono emerse 20 società legate a

struttura piramidali (13%). A capo di queste ultime, vi è spesso un insider (fondatore o amministratore), che controlla il vertice della piramide.

Figura 10: Strutture piramidali nelle società recentemente quotate e nelle grandi società quotate



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 14

In alcuni paesi, questa struttura può essere soggetta ad alcune restrizioni a livello normativo. Per esempio, in alcuni casi l'utilizzo di pure Holding è proibito o ristretto (Inghilterra e Italia).

- In Belgio, le società sono parte di strutture piramidali guidate da Frère Bourgeois (con diritti di voto proporzionali ai diritti di proprietà ad ogni livello) oppure appartengono a strutture piramidali francesi.
- Tra le poche società tedesche in cui sono presenti strutture piramidali, due sono case automobilistiche, Volkswagen e MAN. La piramide di MAN è collegata ad un cluster di piramidi in Svezia.
- In Grecia non emerge nessun modello in cui le società facciano parte di differenti tipi di strutture piramidali. Una sola impresa nel campione (Cosmote) è parzialmente detenuta dallo Stato attraverso questo meccanismo; una seconda (Emporiki Bank) è parte di una struttura piramidale con a capo Crédit Agricole e SAS Rue de la Boétie. Una terza compagnia (Motor Oil) è posseduta attraverso una piramide familiare.
- In Francia la famiglia Peugeot utilizza questo meccanismo per mantenere il controllo su PSA Peugeot Citroën, una casa automobilistica, nella quale il 30% degli investitori finanziari comanda il 45% dei diritti di voto. La tecnica è impiegata anche dalla famiglia Arnault per controllare LVMH, una società di beni di lusso. Nelle figure seguenti si

possono apprezzare visivamente la struttura delle piramidi societarie, rispettivamente di Telecom Italia, e di LVMH (fig. 11).

- L'Italia rappresenta certamente uno dei paesi in cui questa struttura è più presente. Si consideri ad esempio della modalità con cui la famiglia Agnelli ha mantenuto il controllo del Gruppo Fiat. La società al vertice è la Giovanni Agnelli & C, una società a partecipazione limitata, che controlla il 30% del capitale sociale in Fiat attraverso una cascata di due società quotate, IFI e IFIL, ognuna delle quali ha un interesse di controllo. Una tecnica simile era utilizzata, fino a poco tempo fa, da Marco Tronchetti Provera per controllare Telecom Italia (fig. 12).

Figura 11: Struttura di LVMH nel 2005

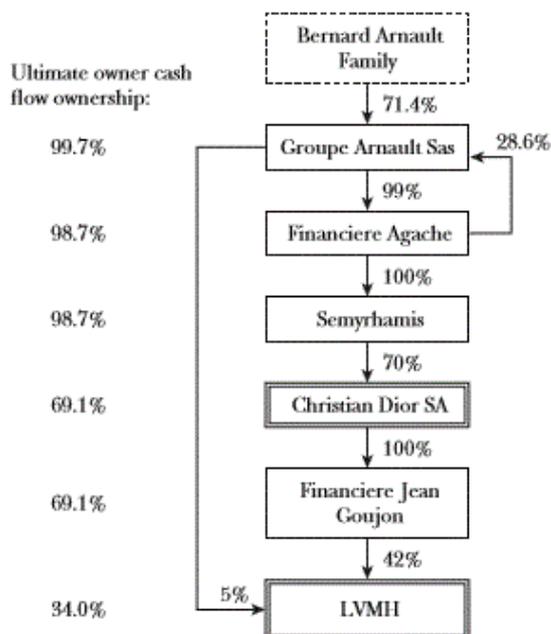
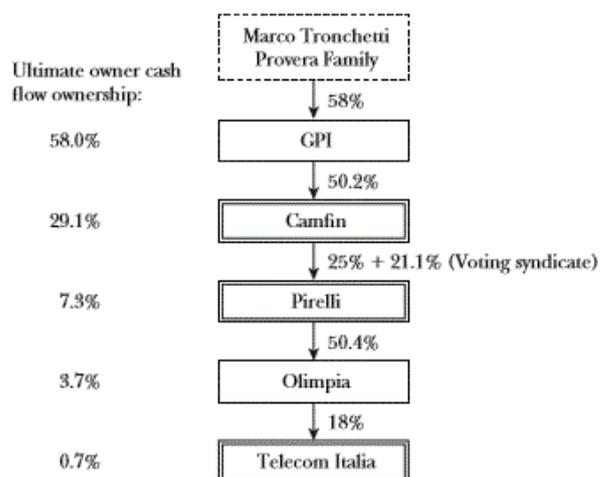


Figura 12: Struttura di Telecom Italia



Fonte: Enriques L. e Volpin P. (2007) *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*. Journal of Economic Perspectives, 21(1), pp. 117-140. p.120

- In Polonia, due società (Kredit Bank and TPSA) appartengono ad una struttura piramidale, mentre in Estonia, Kirovs Lipmans detiene il 29% di Grindeks Plc che a sua volta detiene il 95% di Tallinna Farmaatsiatehas.
- Le società olandesi, con una struttura piramidale sono cinque e spesso combinate con cross-shareholdings o accordi tra azionisti.

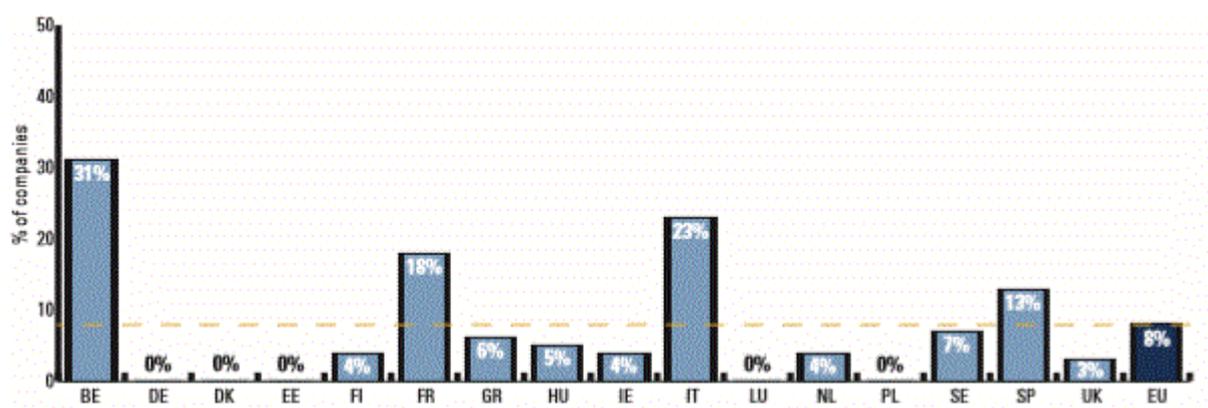
- In Spagna, sebbene questo tipo di strutture non siano tipiche, è stata riscontrata una sola società posseduta tramite struttura piramidale con a capo una società non quotata ed una seconda che ha gli azionisti organizzati come piramide, guidata da enti governativi.
- Le piramidi svedesi sono parte di un'elaborata struttura attraverso la quale due fondazioni della famiglia Wallenberg, la Wallenberg Foundation e SHB, mantiene il controllo delle società che ha creato, in modo da diventare la spina dorsale dell'economia del paese. In Svezia e in Francia il potere di queste strutture piramidali è aumentato dai diritti di voto multipli per alcuni tipi di azioni, fattispecie che avviene nel 24% delle società esaminate.
- Prendendo in considerazione le strutture piramidali in Ungheria, la struttura azionaria delle sette società spesso porta a banche di investimento francesi o tedesche alla testa di una piramide.

Una buona parte degli studiosi di letteratura si è interrogata riguardo al motivo per cui la struttura piramidale è così ampiamente diffusa in alcune parti d'Europa e del mondo mentre in stati, come il Regno Unito e gli Stati Uniti è quasi scomparsa. Come dimostra la percentuale del 3% del Regno Unito, poche società inglesi utilizzano questa struttura. La risposta, come accennato nel capitolo delle regolamentazioni, consiste nelle differenze storiche e culturali delle regolamentazioni, di cui si è anche parlato in precedenza: nel suo giornale, Morck e Yeung (2005) suggerirono che la tassazione dei dividendi tra le imprese legate da questa struttura introdotta nel 1935, potrebbe spiegare la scomparsa di queste strutture negli Stati Uniti. In accordo con Franks, Mayer e Rossi (2005), l'introduzione della scalata obbligatoria nel 1968 potrebbe invece spiegarne la scomparsa nel Regno Unito. Quanto detto in questi due studi citati è in linea con quanto affermato nel capitolo della letteratura riguardante le piramidi societarie, dove Belcredi (2007) proponeva interventi legislativi specifici per disincentivare l'uso della struttura piramidale.

## 4.6 Accordi tra investitori

Per quanto riguarda invece gli accordi tra gli investitori, anch'essi hanno una larga disponibilità nel panorama europeo. Sono generalmente considerati, come il cuore della libertà del contratto, secondo il principio IRSO. Sono stati riscontrati in circa il 69% dei paesi sotto inchiesta e sono molto comuni soprattutto in Italia e in Belgio. Il grafico seguente mostra anche qui la frequenza in relazione alla disponibilità all'interno dei singoli paesi europei (fig. 13).

Figura 13: Accordi tra azionisti in Europa



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 35

A dispetto dell'ampia disponibilità in tutti i paesi partecipanti allo studio, in alcuni di essi non sembrano essere ampiamente utilizzati. In particolare nelle società della Danimarca, Germania, Lussemburgo, Ungheria e Polonia non mostrano segni di una sua implementazione.

- In Belgio, dieci società hanno rivelato l'esistenza di accordi tra azionisti. In quattro casi (le grandi società Bekaert, Colruyt, InBev and KBC), è combinata con la presenza di un possesso da parte di alcuni azionisti strategici del 20% o più dei diritti di voto.
- In Francia, AXA e BNP Paribas, hanno un accordo tra azionisti in cui, tra le altre cose, cementa il loro cross-shareholding. L'accordo nella società L'Oréal collega la famiglia Bettencourt e Nestlé e imposta il livello delle loro partecipazioni.
- In Finlandia, una coalizione permette alla Kone Foundation, azionista di Kone, di nominare il direttore del board.

- In Grecia, gli accordi tra azionisti, quando descritti, fissano delle partecipazioni minime per i firmatari o garantiscono diritti di veto a specifici azionisti.
- L'accordo divulgato da Dragon Oil, in Irlanda, consiste in un patto di prelazione.
- Otto grandi società italiane e una recentemente quotata, hanno divulgato l'esistenza di accordi tra azionisti. Il loro proposito è quello di portare i firmatari a prendere posizioni comuni rispetto ad alcune decisioni strategiche.
- In Olanda, Sograde che è il maggior azionista di EADS' (30% del capitale sociale), DC KG (22,5%), e SEPI (5.5%), hanno un accordo che prevede diverse questioni. Tra le altre cose, sono contenute istruzioni riguardo alle seguenti tematiche: la composizione del board, restrizioni al trasferimento di azioni, difesa da scalate ostili, le conseguenze derivanti da cambiamenti di controllo di DaimlerChrysler, SOGEADE, Lagardère, SOGEPa o SEPI; e certe limitazioni al possibile tentativo di passaggio ad una proprietà francese di EADS.
- In Svezia, un patto parasociale tra lo stato finlandese e quello svedese fissa la composizione del board di TeliaSonera. Un altro accordo, nella compagnia recentemente quotata Hakon Invest, garantisce eguale influenza a due azionisti finché le loro quote rimarranno tra il 30% e il 70%.
- In Spagna, Gas Natural e BSCH riportano un accordo molto esteso tra i suoi azionisti. Repsol e Caixa D'Etalvis I Pensiones de Barcelona, rappresentano insieme più del 60% del capitale sociale e tramite questo accordo mantengono un accordo commerciale e contrattuale. Gli azionisti di Banco Santander hanno fissato restrizioni sulla trasferibilità delle azioni e regolano il modo in cui esercitare i loro diritti di voto. Alcuni di questi azionisti sono membri del board e la loro percentuale di capitale è minore dell'1%.

Questi accordi sono soggetti a restrizioni in paesi come il Belgio, Germania, Grecia e Lussemburgo, dove questi accordi non devono essere contrari agli interessi della società. Potrebbero essere nulli se l'azionista impegna sé stesso a votare in accordo con le istruzioni della società (sempre in Belgio) o di un azionista di una terza parte (Olanda) o se l'accordo prevede un incentivo monetario al voto (Estonia, Grecia, Francia). Inoltre, gli accordi stessi non possono violare il principio dell'indipendenza dell'amministrazione (Danimarca, Francia, Irlanda, Lussemburgo, Ungheria, Finlandia e Regno Unito). I patti parasociali non dovrebbero contraddire le regole obbligatorie (Danimarca) o portare a voti (Germania), decisioni

(Grecia), che sono contrari agli interessi della società. In ultima istanza, in alcuni paesi viene limitata la durata degli stessi entro un certo periodo di tempo (tre anni, per l'Italia) o dovrebbero essere di durata limitata (Lussemburgo). In parallelo con le regolamentazioni nazionali, la Commissione Europea ha adottato un piano di azione per le regolamentazioni societarie riguardo questo tema, come si era accennato nel primo capitolo della sezione. L'obiettivo in questione era quello di cercare di dare delle direttive per uniformare le regolamentazioni, volte soprattutto alla trasparenza e alla consapevolezza. Uno dei risultati di questa iniziativa, fu l'adozione della tredicesima Direttiva sul Diritto Societario delle Acquisizioni<sup>12</sup> che aveva attraversato un periodo di gestazione molto lungo. La Direttiva include una "breakthrough rule", che comprende alcune restrizioni riguardo gli accordi tra gli azionisti. L'Articolo 11 della Direttiva prevede che le restrizioni di voto non dovrebbero essere applicate nel momento in cui avvenga un'acquisizione. Questo rappresenta uno dei più grossi interventi che limitano la libertà contrattuale degli azionisti. Ciò è stato motivato dal funzionamento del mercato per il controllo corporativo e per l'integrazione con il mercato europeo. L'Articolo 10(1) e 10(2) richiede che le società ammesse al commercio in un mercato regolato, debbano avere, nei loro report annuali, informazioni dettagliate sulla struttura del capitale sociale, restrizioni sul trasferimento di titoli, riportare gli azionisti significativi, quelli con speciali diritti di controllo e una descrizione di questi diritti, tra cui le tipologie di restrizione sui diritti di voto. Una menzione speciale viene fatta riguardo gli accordi tra azionisti, che potrebbero limitare il trasferimento di titoli o diritti di voto, le regole che disciplinano la nomina e la sostituzione dei membri del consiglio di amministrazione e le modifiche degli articoli. All'interno di questi articoli vengono inoltre elencati quegli accordi che possono modificare o terminare in caso di cambiamento di controllo della società a seguito di un'offerta pubblica di acquisto. Gli obblighi di comunicazione, di cui all'Articolo 10, devono essere visti alla luce di obblighi di segnalazione più ampi imposti alle società ammesse al commercio nei mercati regolati. Sostanziali iniziative, sono state adottate in questo campo, sia a livello nazionale (nella forma di Operating e Financial review) sia dentro il contesto europeo nella forma di Direttive che modificano la quarta e la settima Direttiva sulla contabilità. Molti stati membri, avevano regole diverse che richiedevano la divulgazione di accordi tra azionisti. Era dunque forte

---

<sup>12</sup> Directive on takeovers bids (2004/25/EC)

l'esigenza di uniformare o di rendere chiare delle direttive di base riguardo a questo tema, direttive che potessero funzionare soprattutto a livello di mercato regolamentato nelle borse valori europee. La trasposizione dell'adozione della tredicesima Direttiva sul Diritto Societario delle Acquisizioni in leggi nazionali ha permesso di uniformare nei principi fondamentali e di base le regolamentazioni degli accordi tra azionisti. Queste disposizioni si ricollegano a quanto detto nel capitolo dove si accenna ai tentativi di integrare i mercati; questi provvedimenti fanno parte di una serie di direttive che sono state, appunto, emesse dall'UE, in materia di trasparenza e divulgazione.

#### 4.7 Dual class shares

Passando invece ad analizzare la struttura dual class, essa ha attratto molte attenzioni negli anni recenti, perché in occasione di importanti IPO, molte società hanno adottato questa struttura. Vi sono tre principali approcci di regolamentazioni riguardo a questo tipo di struttura. Il primo, è risultato essere l'approccio permissivo, che consiste sostanzialmente nel requisito di divulgazione, tipico del Canada e degli Stati Uniti. Il secondo è l'approccio proibitivo, che obbliga a mantenere la struttura one-share one vote attraverso la legge corporativa. Questo approccio viene applicato prevalentemente in paesi come Germania, Spagna e Cina. Infine, il terzo approccio, risulta dalla possibilità di permettere il sistema a doppia classe di voto nelle società private, ma di proibirlo in quelle pubbliche. Quest'ultimo criterio è presente in paesi come Hong Kong, Regno Unito e Australia. Dal 2014 i regolatori della Cina, di Hong Kong, e di Singapore hanno rivisitato la politica di one-share one vote e riconsiderato di accettare la struttura dual class. Il più grande retailer cinese, Alibaba, ha lanciato la più grande IPO di sempre nel 2014 nel New York Stock Exchange ("NYSE"). La società in questione aveva precedentemente chiesto la possibilità di quotarsi alla borsa di Hong Kong ("HKEx") con una struttura a due classi di voto, ma la richiesta è stata respinta in quanto violava il principio OSOV. La competizione tra le varie borse valori nazionali, ha forzato i partecipanti al mercato di Hong Kong a riconsiderare la loro politica stringente. Nel giugno 2015, HKEx ha concluso che, in linea generale, la struttura OSOV dovrebbe prevalere, ma che le strutture WVR (weighted voting rights) dovrebbero essere permesse per certe

società, in certe circostanze e con alcuni accorgimenti di salvaguardia. La Commissione per la sicurezza e il futuro ha rigettato la proposta sulla base del fatto che questi accorgimenti e condizioni di salvaguardia non possono essere monitorati una volta in corso. Nell'ottobre 2015, HKEx in definitiva, decise di abbandonare la sua proposta e di continuare con la sua politica stringente, sostenendo il principio del one-share one vote per le future quotazioni. In contrasto con Hong Kong, Singapore è stata più aggressiva nel competere nell'offerta azionaria internazionale. Nell'agosto 2016, infatti, il Comitato Consultivo della borsa valori di Singapore ha approvato la proposta di permettere alle future società di potersi quotare con la struttura dual class. Singapore ha dibattuto questo problema sin da quando il Manchester United aveva preso in considerazione la possibilità di quotarsi su questo mercato nel 2011, successivamente avallata in favore del mercato statunitense con una struttura dual class. Tradizionalmente, Singapore ha seguito il terzo approccio, dove solo le imprese private hanno la possibilità di avere una struttura a doppia classe di voto. Tuttavia, per aprire la strada al cambiamento, nel 2016 ha infine permesso anche alle società pubbliche di avere differenti classi di voto che conferiscono differenti diritti. In Cina, il Consiglio di Stato e la borsa valori di Shanghai ha considerato di aprire il mercato alle società cinesi straniere con la struttura dual class per incoraggiare l'imprenditorialità e l'innovazione. Nel marzo 2014, 102 società cinesi si sono quotate nella borsa valori statunitense. Di queste, quasi un terzo (30 di 102) hanno una struttura a doppia classe di voto. Questo terzo, rappresenta il 70% della capitalizzazione di mercato di tutte le società cinesi quotate nella borsa statunitense. Ad ogni modo, questa proposta non è stata messa in pratica per molto. Da quanto è stato detto, il dibattito politico sulla relazione del principio OSOV in Cina è ancora in atto.

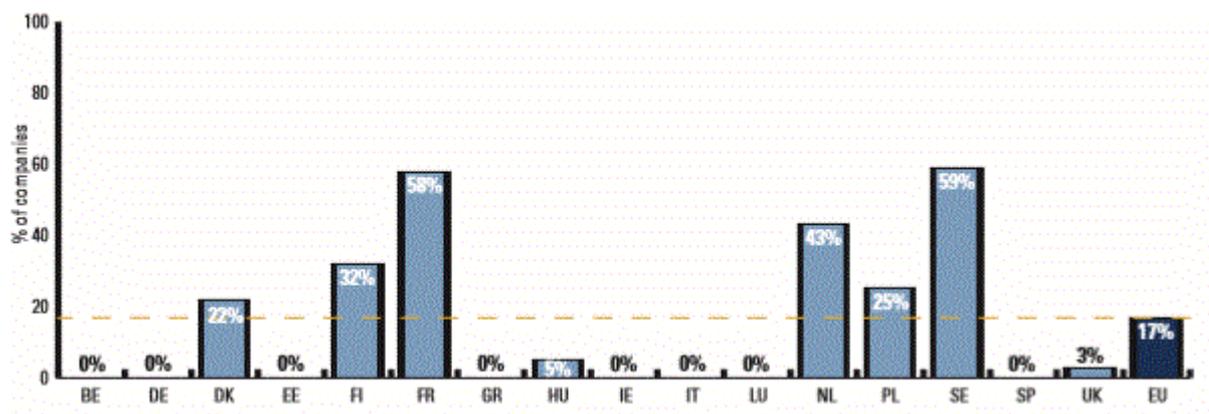
La Commissione Europea ha recentemente avviato diversi dibattiti per esplorare la possibilità di un'armonizzazione delle leggi europee relative a questo tema. Nel 2002 viene presentato il "Winter Group Report", con l'obiettivo di indagare l'implementazione della regola del one-share one vote in Europa. Seguendo questo report, la Commissione Europea ha affidato ad ISS Europa, l'istituto di corporate governance europeo, e la società di legge Sherman & Sterling di condurre uno studio riguardo a questo tema. Una volta che il Report di Proporzionalità fu pubblicato nel 2007, il forum di Corporate Governance Europeo pubblicò una dichiarazione in cui viene affermato che, secondo le informazioni che avevano a disposizione, non esistevano motivazioni sufficienti all'imposizione di regole di

proporzionalità in tutta l'UE. In maniera simile, l'Organizzazione della Cooperazione Economica e dello Sviluppo ("OECD"), già citato precedentemente, ha condotto un altro studio sulla proporzionalità nel 2007. Da questo si desume che l'imposizione del principio del one-share one vote potrebbe non essere efficace perché esistono molti sostituti alle restrizioni di voto che possono creare simili deviazioni come risultato. In aggiunta, l'obbligo ad utilizzare questa struttura di voto potrebbe scoraggiare le società dal cercare la quotazione pubblica e quindi demoralizzare l'innovazione e l'imprenditorialità che sono essenziali per lo sviluppo economico. In definitiva, l'OECD raccomanda alternative come: rafforzare il quadro di corporate governance, e ridurre l'estrazione di benefici privati del controllo. In ultimo, sia l'EU che l'OECD arrivano alla medesima conclusione: piuttosto che imporre il principio del one-share one vote tra le giurisdizioni, la decisione dovrebbe essere lasciata alle autorità dei governi locali. Il che significa che la decisione ultima di imporre il OSOV rimane agli stati membri.

#### 4.7.1 Voto multiplo

Per quanto riguarda il voto multiplo, la figura seguente ci permette di capirne la distribuzione percentuale nei paesi sotto esame (fig. 14).

Figura 14: Azioni a voto multiplo in Europa



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 27

Questa struttura, risulta disponibile nel 53% dei paesi, ma è implementato nel 50% di questi. Il 17% delle società sotto inchiesta hanno presentato questa struttura. La sua implementazione varia tuttavia, molto da paese a paese.

- In Svezia, la maggior parte delle società posseggono azioni di serie B ordinarie con un voto ciascuna e azioni di serie A con dieci voti ciascuna per azione. Le azioni di serie B di solito rappresentano più di metà del capitale sociale.
- In Finlandia e Danimarca, sono presenti azioni di serie A e di serie B con lo stesso valore nominale, ma differenti diritti di voto. In Finlandia, le azioni di serie A hanno di solito dieci volte più voti delle altre, mentre in Danimarca il numero di diritti di voto associati alle azioni di serie A è al massimo dieci.
- La Francia, che risulta il paese con la percentuale più alta di società con voto multiplo, insieme alla Svezia, garantisce agli azionisti che posseggono azioni della società da almeno due anni un doppio diritto di voto che va a ricompensare per l'impegno a lungo termine prestato alla società. Questo non consiste in realtà ad una classe di azioni, perché questo diritto si può perdere una volta vendute le azioni stesse. Ciò rende generalmente difficoltoso per gli altri azionisti sapere quanti voti sono esercitabili ogni volta, dato che essi non possono essere calcolati sulla base del numero delle azioni, ma solo sapendo anche quando queste sono state registrate.
- In Olanda, il voto multiplo è generalmente proporzionale al valore nominale dei differenti tipi di azione (un voto per un valore nominale pari a X, dieci voti per un valore nominale pari a  $10 \cdot X$ ), sebbene alcune società emettano differenti tipi di azioni con eguali diritti di voto, ma diversi valori nominali. Ciò significa che il numero dei diritti di voto attribuito alle azioni è in proporzione alla frazione del capitale sociale, ma non sempre in proporzione del valore di mercato. Mentre molte società olandesi dispongono di diritti di voto multipli o hanno la possibilità di emetterle, nella maggior parte dei casi queste azioni non sono negoziate sul mercato azionario. Non hanno infatti un prezzo di mercato, il che ne rende difficile calcolare la distorsione del voto risultante.
- In Polonia e Ungheria, poche società emettono azioni a voto multiplo nella forma di azioni non quotate che hanno lo stesso valore nominale delle azioni ordinarie, ma hanno più di un voto (partendo da due fino a cinque).

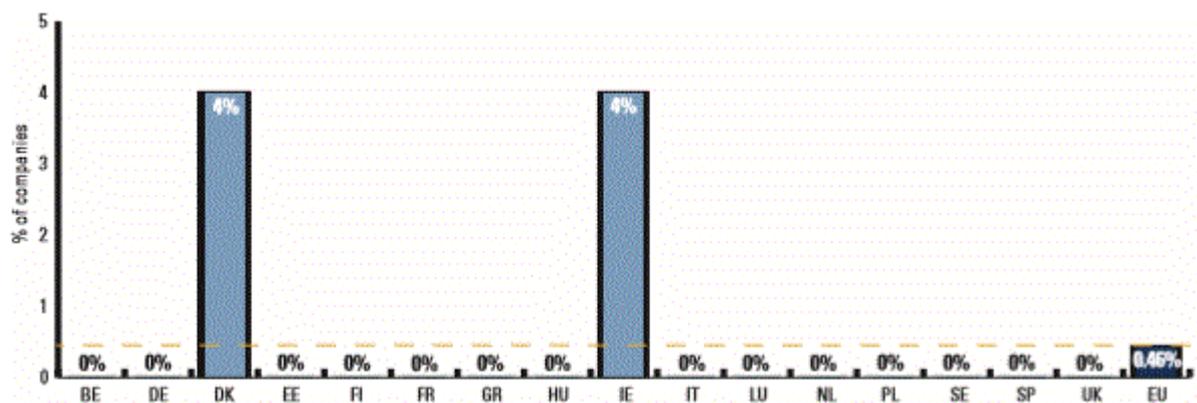
- Una sola società possiede il voto multiplo nel Regno Unito e dovrebbe essere vista come un'eccezione: qui la quota di azioni ordinarie ha più voti delle azioni privilegiate cumulative emesse. Inoltre, le azioni privilegiate cumulative sono marginali, e rappresentano meno dell'1% del capitale azionario.

In alcuni casi c'è un limite al numero di voti per azione, al massimo due in Francia, dieci in (Svezia, Danimarca e Ungheria), arrivando fino ad addirittura 1000 in Giappone. In altri casi il diritto di voto multiplo non può rappresentare più di una certa percentuale del capitale (50% in Ungheria), oppure lo stesso può avere solo un limitato impatto sulle decisioni presentate negli incontri generali degli azionisti che richiedono più di una semplice maggioranza (Danimarca, Finlandia e Svezia). L'Italia non figura tra i paesi in cui è presente il voto multiplo, ma come vedremo nel capitolo successivo, questa forma di distorsione che amplia la forma di dual class shares è stata introdotta nel 2013, ed è pertanto un meccanismo a disposizione delle società.

#### 4.7.2 Azioni senza diritto di voto

Le azioni prive di diritto di voto senza preferenze, sono legalmente disponibili nel 42% dei paesi partecipanti allo studio, ma implementate solo nel 12% di questi. Nel seguente grafico si può apprezzare la sua diffusione (fig. 15).

Figura 15: Azioni senza diritto di voto in Europa



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 28

Solo nell'1% delle società sotto esame è emerso questo tipo di struttura. Questo genere di azioni è un'eccezione in Europa, implementate solamente da due grandi imprese (0,5% del campione)

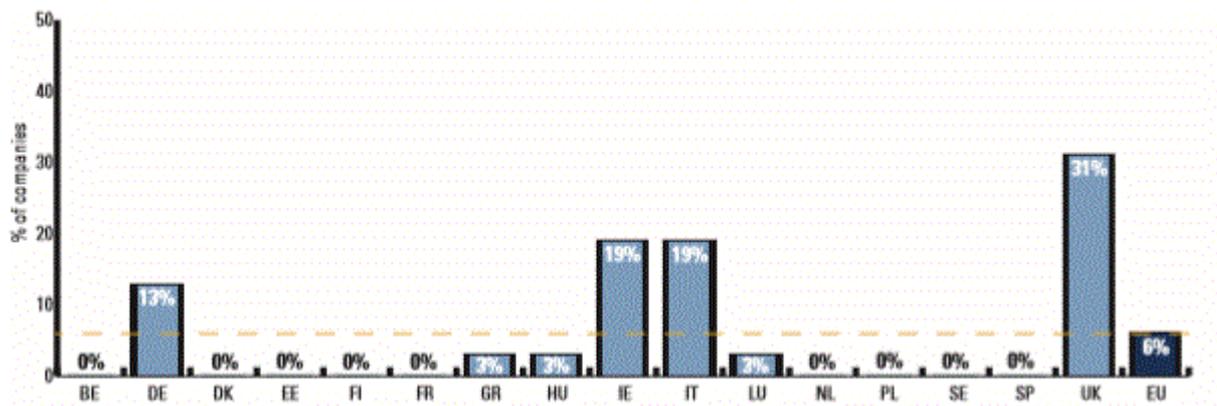
- In A.P. Møller – Mærsk, questa struttura fornisce benefici alla famiglia controllante che detiene le azioni di serie A con due voti, mentre le azioni di serie B sono detenute dal pubblico. Queste ultime, rappresentano il 50% del capitale della società. Tutte le azioni sono quotate nel mercato azionario, ma a dispetto della sua mancanza di diritti di voto le azioni B sono scambiate con un piccolo premio di liquidità. Le azioni di serie A sono prevalentemente detenute dalla famiglia Møller.
- La società CRH, in Irlanda, ha delle azioni senza diritto di voto atipiche perché sono "income shares". Queste non hanno diritto di voto né dividendi. Comunque, sono allegare alle azioni ordinarie e sono probabilmente detenute dagli azionisti ordinari.

Nei paesi in cui vengono utilizzate, possono essere soggette ad alcune restrizioni. Ad esempio, in alcuni di essi, la frazione di azioni senza diritto di voto non può rappresentare più di una certa percentuale del capitale sociale (25% in Francia e 50% in Italia e Giappone).

#### 4.7.3 Azioni senza diritto di voto con preferenza

Le azioni senza diritto di voto, ma con preferenza, esistono nel 6% delle società prese a campione (è stata riscontrata in 29 società, tutte grandi società), anche se è legalmente disponibile nell'84% dei paesi. Come si può vedere in figura sono prevalentemente presenti nel Regno Unito, Irlanda e Italia (fig. 16). Questo tipo di azioni, compensano l'assenza del diritto di voto con dividendi preferenziali ed alcune delle caratteristiche degli strumenti di debito.

Figura 16: Azioni senza diritto di voto (con preferenza) in Europa



Fonte: Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi. p. 28

Il 35% delle società in cui è stata riscontrata questa struttura, presentano altre tipologie di meccanismi per garantire il controllo. In Germania e in Italia questa è combinata spesso con strutture piramidali. Sovente è abbinata con le strutture di voting right ceilings in società con speciali strutture (Volkswagen in Germania, doppie società quotate nel Regno Unito, Richter in Ungheria).

In alcuni paesi, anche questa struttura è soggetta a restrizioni giuridiche. Per esempio, il totale delle azioni prive di diritto di voto non può superare una certa percentuale del capitale sociale (25% in Francia, 33% in Belgio ed Estonia, 40% in Grecia e 50% in Germania, Spagna, Ungheria, Giappone, Italia e Lussemburgo). In altri casi, questo tipo di azioni possono votare su problemi significanti come questione di cambiamento dello scopo o della forma della società (Belgio e Lussemburgo) o condividere accordi di riacquisto (Australia). In ultimo, se certe condizioni si verificano, come il fatto che i dividendi non vengano pagati, il diritto di voto di queste azioni può essere reintegrato (Belgio, Germania, Estonia, Spagna, Lussemburgo, Ungheria), in alternativa i titolari possono ottenere il diritto di nominare almeno due amministratori (Stati Uniti).

## 5. CASO ITALIA

### 5.1 Gli interventi legislativi e le riforme della corporate governance

In questo capitolo si cercherà di ripercorrere con un andamento temporale quale è stata l'evoluzione istituzionale italiana per quanto riguarda la corporate governance. Per questo motivo si cercherà da una parte di trattare le principali riforme che hanno contribuito a segnare e a cambiare gli assetti corporativi del nostro paese; parallelamente ci si propone di raccogliere i passaggi fondamentali per quanto riguarda i tre argomenti centrali di questo elaborato. Questa evoluzione storica, servirà per capire, nei capitoli successivi, la diffusione di questi meccanismi per garantire il controllo. In tal senso, si è deciso di suddividere il capitolo in tre parti, laddove l'evento che temporalmente scandisce è rappresentato dalla Legge Draghi del 1998, in quanto rappresenta la riforma che più di tutte le altre ha influito e cambiato la corporate governance del nostro paese.

#### 5.1.1 Prima della legge Draghi

Per partire da questa trattazione dei principali cambiamenti istituzionali è doveroso rendere noto almeno una questione. In primo luogo il periodo delle grandi riforme della corporate governance è arrivato piuttosto in ritardo rispetto a quanto ci si sarebbe aspettato e rispetto a quanto fatto dagli altri paesi. Prima del 1990 sono stati tenui gli interventi dei legislatori italiani e più per gestire singole questioni istituzionali che per fare massicce riforme.

Per quanto riguarda i diritti di voti in assemblea, il loro tema ha un'origine molto lontana nel nostro paese. Inizialmente non si avevano regole specifiche che trattassero l'attribuzione del diritto di voto, ma era concessa una certa libertà alle società in materia statutaria. Solo con l'emanazione del secondo Codice del Commercio (1882), viene introdotta la regola del diritto di voto chiamato "voto a scalare", che prevede degli scaglioni che vanno a ridurre il peso dei voti esercitabili. Inoltre viene vietata l'emissione di azioni prive del diritto di voto e non vengono concessi tetti minimi statuari per l'esercizio di voto in assemblea. La regola del one-share one vote era dunque considerata, sin dagli albori del diritto delle società per azioni,

una regola lecita, ma non cogente. La credenza di base era quella che l'unità azionaria costituisse l'entità minima di partecipazione richiesta agli azionisti affinché venissero attribuiti loro tutti i quei diritti che appartenevano a quello status. Semmai a quell'epoca la dottrina si divideva essenzialmente tra i sostenitori e gli oppositori del voto multiplo. Nel 1925 infatti, con il Progetto D'Amelio, si cercò di adottare una soluzione intermedia. Non si garantì dunque alla regola one share-one vote un riconoscimento normativo formale, ma venne introdotto un nuovo modello del titolo azionario: le azioni a voto limitato, che erano in grado di realizzare un simile obiettivo di controllo societario. Lo stesso avvenne nel codice civile del 1942, dove venne lasciata una certa autonomia statutaria di deviare dal principio di un'azione-un voto, ma venne comunque vietato il voto multiplo e le azioni senza diritto di voto. La prima svolta avvenne nel 1974, dove la legge 216 consentì alle società di emettere le cosiddette azioni di risparmio. In questa tipologia di azioni, che si erano chiamate nei capitoli precedenti azioni senza diritto di voto con preferenza, la mancanza del diritto di voto, doveva essere controbilanciata da privilegi patrimoniali durante la ripartizione degli utili o durante la liquidazione della società. Le riforme successive, attestano ancora il divieto al voto multiplo, ma introducono più ampie e diversificate scelte alla deviazione dal one share-one vote.

Anche per quanto riguarda lo sviluppo istituzionale dei patti, esso ha avuto una spinta particolare solo con l'arrivo della già accennata legge Draghi. Precedentemente, questo tema era già stato preso in considerazione nel codice del 1942, ma successivamente abbandonato. La motivazione che sta dietro a questo abbandono del primo tentativo di regolare questi patti deriva dal pensiero di fondo che essi dovessero essere perlopiù di competenza dei giudici piuttosto che dei legislatori. Ai primi infatti era inizialmente affidato essenzialmente il compito di separare i patti "buoni" dai patti "cattivi", rendendo pertanto questi ultimi inefficaci. I giudici, in sede di giudizio, avevano a disposizione prevalentemente tre principi secondo cui prendere tale decisione. I patti considerati validi infatti non dovevano:

- Recare danno all'interesse sociale, nel senso che non dovevano portare a decisioni lesive degli interessi della società nel complesso.
- Essere regolati tramite metodo maggioritario.

- Ridurre l'organo assembleare ad un organo secondario, costretto, a causa del numero degli aderenti e della durata dei patti, a seguire passivamente quanto deciso in altre sedi.

Non era quindi nelle intenzioni dei regolatori italiani prendere in considerazione i diversi patti e catalogarli di conseguenza. Quello che era chiaro, è che si dovesse tuttavia distinguere questi accordi tra i vari azionisti, dai cosiddetti patti sociali, con valore statutario. Questi ultimi infatti avevano un valore cogente per tutti gli investitori, e i dettami del patto erano scritti direttamente a statuto, mentre i primi avevano unicamente valore parasociale. A partire dagli anni 80', la giurisprudenza, comincia a prendere in considerazione una certa tipologia di patti, quella dei sindacati di voto. Questi erano infatti contrari al secondo principio elencato precedentemente. Vengono ora considerati validi; perfino quei patti in cui ci si impegna a votare secondo una maggioranza. Vengono ritenuti leciti, in quanto prevedono delle consultazioni preventive. In tal modo si considera che in questa consultazione preventiva essi decidano come votare, mentre nella votazione assembleare essi siano comunque liberi di votare come credono e dunque non obbligati. Secondo diverse opinioni, i patti di sindacato, otterrebbero ufficialmente giudizio di legittimità, nel 1995, con la sentenza della Cassazione, il 20 settembre.

Parallelamente a quanto visto, l'Italia come tutti gli altri paesi europei comincia a percepire che per rimanere al passo con mercati internazionali era necessaria una profonda rifondazione della corporate governance. Questo processo è stato per lungo tempo nell'agenda dei legislatori di tutti i paesi almeno dagli inizi del 1990. L'Italia non rappresenta un'eccezione: gli sforzi di modernizzare le istituzioni italiane di governo societario sono stati molti negli ultimi 30 anni, e non sono tuttora finiti. I driver fondamentali che hanno guidato il percorso delle riforme sono tre: la necessità di rendere il mercato azionario italiano più attraente per gli investitori (nazionali ed internazionali), assicurando una maggiore protezione contro il rischio di espropriazione in un periodo di aumento della mobilità dei capitali; l'impegno di implementare le direttive e regolamentazioni della Comunità Europea (EC); infine la necessità di reagire agli scandali e specialmente a quello generato dalla frode di Parmalat.

Gli sforzi dei legislatori italiani nel migliorare le istituzioni della corporate governance cominciarono verso la fine degli anni 80', quando un gran numero di iniziative parlamentari

miravano a colmare il gap delle regolamentazioni dei mercati finanziari. Tre importanti riforme ne sono conseguite: la modernizzazione dei servizi di investimento e il regolamento della borsa nel 1991, il bando sull'insider trading nello stesso anno e un nuovo quadro normativo per le offerte pubbliche di acquisto nel 1992. Questo evento, risulta di importanza rilevante, perché vede il primo vero tentativo di regolare l'OPA, tramite la legge 149. Questa disciplina si poneva l'obiettivo di definire i vari ambiti di applicazione. Viene definita secondo questi termini, l'OPA come di tipo:

- Preventivo, qualora venga lanciata per ottenere la maggioranza relativa o il controllo.
- Incrementativa, nel caso si scelga di incrementare di un certo quantitativo la metà delle quote di controllo.
- Successiva, se si ottengono i benefici dell'OPA preventiva tramite acquisti fuori borsa.
- Residuale, nel caso il flottante della società scenda al di sotto del 10%.

La l.149/1992 risulta di vitale importanza, in quanto si interessa di un tema centrale che ha come obiettivo quello di rendere più trasparenti le operazioni volte ad ottenere il controllo e soprattutto quello di rendere gli investitori di minoranza più consapevoli, quindi più protetti, di chi è in controllo della società.

Nello stesso anno, la Comunità Europea ha armonizzato delle iniziative incitando il Governo ad introdurre nuove ed importanti leggi: dopo l'implementazione della quarta e della settima direttiva sui conti finanziari nel 1991, la divulgazione periodica nelle società quotate è migliorata, mentre una revisione degli obblighi di divulgazione della proprietà spianò la strada per un mercato più trasparente per il controllo societario e le regole sulle offerte dei titoli sono state perfezionate. La Direttiva sui Servizi di Investimento (ISD) del 1993 ha richiesto un maggiore grado di regolamentazione sui servizi di investimento e, molto più importante, fornì l'occasione per privatizzare la Borsa italiana. Nel garantire al Governo l'autorità legislativa di implementare l'ISD, la percezione che gli sforzi avviati precedentemente abbiano portato ad un quadro legislativo caotico ha condotto il Parlamento ad autorizzare il Governo a consolidare e coordinare alcuni degli statuti di cui sopra. Ma i primi anni 90' furono cruciali anche perché il Governo si impegnò in un ambizioso programma di privatizzazione basato su vendite private, IPOs, società controllate dallo Stato già quotate in Borsa, e vendita di blocchi di controllo sui mercati. Le basi legislative di questo programma furono una serie di decreti promulgati dal Governo tra il

1991 e il 1994. Affinché questo programma fosse politicamente accettabile, dovevano essere affrontati i problemi della politica economica. Questo venne attuato dal Governo provando principalmente a progettare una struttura a proprietà dispersa per alcune delle società privatizzate via IPOs, vendendole sul mercato pubblico da una parte e cercando di garantire diritti governativi agli azionisti di minoranza dall'altra. Pertanto le vendite di blocchi di controllo sul mercato sono stati preceduti dall'introduzione di limitazioni di voto. Allo stesso tempo, consci del fatto che per attirare maggiori compratori nelle società private era necessario mettere in atto migliori meccanismi per la protezione degli investitori, un decreto legge impose la rappresentanza degli azionisti di minoranza ai consigli di amministrazione delle società privatizzate (1/6 dei posti) e all'interno dei consigli di audit (un posto) mentre si tentava di ridurre il costo del voto rendendo obbligatoria la possibilità di votare tramite mail in dette imprese. L'introduzione di speciali disposizioni in materia di governo societario per le società privatizzate ha attirato diverse critiche da parte degli studiosi del diritto societario riformista. Intuitivamente, la protezione per gli investitori non dovrebbe seguire trattamenti diversi a seconda della proprietà di appartenenza. Comunque, l'introduzione selettiva di queste speciali disposizioni per gli azionisti di minoranza nelle società private è stato un espediente di sperimentazione piuttosto ingegnoso in questa area, ed è stato possibile senza vincere la strenua resistenza di azionisti di controllo ad ogni miglioramento in questa direzione. Le persone diventarono sempre più consapevoli che le società italiane nel competere con le altre società provenienti dagli altri paesi avevano nella povera protezione degli investitori un pesante svantaggio competitivo. Questa consapevolezza ha portato gli studiosi del diritto societario italiano ad abbandonare definitivamente il paradosso precedente secondo cui gli azionisti di minoranza non avevano interesse nell'esercitare diritti di governance. Nella loro visione, poiché le partecipazioni degli azionisti di minoranza sono puramente finanziarie e poiché essi si comportano in modo razionale ed apatico, non hanno incentivo ad esercitare diritti governativi; questa percezione, di degli azionisti di minoranza non interessati al controlling, era stata avanzata anche da Volpin (2002). L'unica protezione da cui potevano trarre vantaggio era costituita dagli obblighi divulgativi e l'organo di sicurezza che li fa rispettare. Questo era il paradosso che ha portato, nel 1974, alla creazione della Consob (l'italiano S.E.C) che rimase incontestato per quasi 20 anni. La crescente presenza di investitori istituzionali anche in Italia ed una migliore comprensione del valore del diritto di voto ha condotto gli studiosi italiani del diritto societario a

riconoscere che garantire diritti di governance e maggiori meccanismi di protezione avrebbero contribuito allo sviluppo di un mercato azionario altrimenti stagnante, riducendo le possibilità di tunneling da parte degli insider, attirando in questo modo gli investitori istituzionali.

L'occasione per un'azione in questa direzione, dopo l'esperimento delle società privatizzate, venne con alcune misure di implementazione del ISD ed il consolidamento delle leggi sul mercato finanziario in un singolo atto. Il Governo propose, con l'approvazione del Parlamento, un provvedimento che diede al Governo il potere di modificare le leggi nelle società quotate con speciale riferimento a quelle riguardanti i collegi sindacali, quelle sui diritti degli azionisti di minoranza, sugli accordi di voto e accordi infra-gruppo, con il fine di tutelare la tutela dei risparmi e dei risparmiatori. Agli azionisti di minoranza possedenti una soglia minima (che va dall'1% al 10%) furono garantiti diritti e rimedi che precedentemente non erano consentiti o erano consentiti unicamente a soglie più alte. La divulgazione sugli assetti proprietari è stata ampliata richiedendo la completa divulgazione di tutti gli accordi tra azionisti. L'abolizione di un divieto di deleghe del 1974, è stata accompagnata da una forte sollecitazione alle deleghe e da una disposizione che permise l'utilizzo del voto per via mail. Per quanto riguarda le funzioni di revisione, la legge rimodellò completamente il ruolo, la composizione, ed il potere dei revisori interni, un collegio interno alla società incaricato di funzioni di revisione. Fu introdotta la rappresentanza obbligatoria di azionisti di minoranza nel consiglio, aumentati i poteri del consiglio ed i poteri individuali dei membri. Infine, gli obiettivi della Consob in materia di vigilanza sugli emittenti sono stati enunciati per la prima volta (protezione verso gli investitori, efficienza e trasparenza nel mercato del controllo corporativo e sul mercato dei capitali). L'autorità di regolamentazione della Consob è aumentata, come il suo potere di richiedere informazioni, di eseguire ispezioni in loco ed imporre obblighi di divulgazione ad hoc estesi ad un numero più ampio di soggetti. Furono inoltre resi chiari i suoi obiettivi richiedendo di focalizzarsi sui controlli interni.

### 5.1.2 La legge Draghi

Il 24 febbraio del 1998 è stato emanato il provvedimento, meglio conosciuto come Legge Draghi, che rappresenta il Decreto legislativo n. 58. L'entrata in vigore del Tuf<sup>13</sup> rappresenta, sotto molti punti di vista, il punto di svolta per le riforme della corporate governance in Italia, forse in minor misura per quanto ha ottenuto in termini di una migliore protezione per gli investitori che per il segnale che mandò ai mercati sulla serietà degli intenti dei legislatori italiani di migliorare le regole del governo societario. Inoltre, anche se non ne fu una diretta conseguenza, lo slancio della riforma Draghi e della privatizzazione della Borsa italiana due anni prima, furono i driver che portarono all'adozione di un codice di governo societario nel 1999 (Codice Preda). Si vedranno ora una serie di punti, di cui questo provvedimento si è interessato:

- In primo luogo, per rendere tutti gli investitori, maggiormente familiari con il mercato italiano, sono stati consolidati tutta una serie di regole, precedentemente sparse e non coordinate.
- Furono sostituite tutta una serie di norme, che precedentemente si adattavano poco ai mercati internazionali, con provvedimenti più in linea con le esigenze. Da una parte l'organo di audit, fu imposto essere separato dall'interno della società, cercando di emulare i compiti degli organi simili negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Molto importante furono le nuove regole per quanto riguarda le scalate, sempre modellate a somiglianza del modello inglese. Queste, consentivano di proseguire nella trattazione della disciplina dell'OPA che era stata avviata nel 1992. L'interdizione delle tattiche difensive, da una scalata ostile, fu sostituita da un regolamento che richiedeva per utilizzarle l'autorizzazione di un'assemblea. Venne introdotta la cosiddetta "OPA obbligatoria", che imponeva a chi oltrepassasse la soglia del 30% di lanciare un'offerta pubblica di acquisto.
- Venne rafforzato il ruolo della Consob, aumentandone i poteri di supervisione. Al contempo furono emesse una serie di provvedimenti atti a segnalare da parte dei legislatori italiani la preferenza ad un mercato attivo per il controllo corporativo. Tra

---

<sup>13</sup> Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria; introdotto col Decreto Legislativo n°48 del 24 febbraio 1998, è meglio conosciuto come Legge Draghi. Rappresenta la principale norma vigente in termini di finanza del nostro paese.

questi, di notevole importanza sono quelli per gli accordi tra investitori. Nello specifico, nel disciplinare i patti parasociali la legge Draghi si pose l'obiettivo di dettare alcune regole, soprattutto per quanto riguarda le società quotate. Viene messo in atto un primo tentativo di disciplinare organicamente questi accordi. Viene introdotto l'obbligo di comunicare il patto sul giornale societario e alla Consob, pena l'annullamento dello stesso e la sospensione dei diritti di voto dei partecipanti. Risulta importante la definizione della questione riguardo alla durata di questi accordi. I patti non possono indicare una durata superiore ai tre anni; qualora non fosse indicata, questa è da considerarsi teoricamente infinita, ma in tal caso i partecipanti al patto possono esercitare il proprio diritto di recesso qualora lo ritengano necessario. Questo diritto, può essere inoltre esercitato in qualunque caso anche in presenza di un'OPA<sup>14</sup>. Tramite questi provvedimenti si cercava di indebolire questi accordi come metodo per stabilizzare le coalizioni di controllo, attraverso, appunto, una durata massima e una mini-breakthrough rule.

- Anche se non contenuto nel Decreto Legislativo, è chiaro che la Legge stessa e la privatizzazione della borsa due anni prima furono i driver che portarono all'adozione del codice di corporate governance nel 1999. Questo, conosciuto come Codice Preda, anche se ancora lontano dall'essere come quello di altri paesi, come ad esempio quello inglese, si pose l'obiettivo di focalizzare i compiti del board su come adattarsi ad un nuovo ambiente nel quale la corporate governance svolge un ruolo fondamentale, per portare a migliori pratiche, specialmente nelle società quotate più grandi. Il Codice non aveva un valore vincolante per le società, ma queste erano tenute a compilare una relazione in cui veniva dichiarato il proprio grado di adesione e garantire una serie di informazioni riguardanti la propria struttura. L'adesione, a seconda dei gradi, a questo Codice, doveva rappresentare come autocertificazione di trasparenza per dare un segnale agli investitori sulla propria società. Le società sono inoltre tenute alla pubblicazione di un'altra relazione che aveva come obiettivo quello di informare la Borsa italiana, che avrebbe poi reso le informazioni pubbliche, con dati sul bilancio societario ed altre informazioni sulla società. Il fatto di avere un codice di corporate governance fu rilevante per la reputazione italiana nel mercato internazionale.

---

<sup>14</sup> Offerta pubblica di acquisto: offerta volta all'acquisto di prodotto finanziari

- In definitiva, la riforma Draghi migliorò il ranking italiano in quello che allora erano gli indici più importanti di governo societario: La Porta e al. Anti-director Rights Index. Questi indici furono poi revisionati, dieci anni dopo, in relazione alle diverse critiche che erano state mosse su quello originale. La figura successiva ci permette di capire come questi indici si sono evoluti negli anni, secondo la revisione fatta (tab. 5).

Tabella 5: Indice “anti-directors voting rights” revisionato

	pre-1998	pre-1998 corr.*	1998	1998 corr.*
Vote by mail	0	0	0	0
Shares not deposited	0	0	0	0
Cumulative voting	0	0	0**	0**
Oppressed minority	0	1	1	1
Pre-emptive rights	1	1	1	1
Capital to call a meeting	0	0	1	1
Anti-director rights index	1	2	3	3

Fonte: Enriques L. (2009) Modernizing Italy's Corporate Governance. Law Working Paper (123) p. 15

Il cambiamento negli indici revisionati è minore di quanto si era ipotizzato nel primo calcolo. Al di là dei primi tre indici, unicamente le “Pre-emptive rights” e nel “Capital to call a meeting” rimangono invariate nelle due misurazione ed hanno subito un miglioramento. L’indice “Oppressed minority”, invece non ha subito miglorie da quanto si evince nell’approccio revisionato, mentre l’“Anti-director rights index” è migliorato, ma in maniera inferiore di quanto ipotizzato inizialmente.

### 5.1.3 Periodo successivo alla legge Draghi

I dieci anni che seguirono la promulgazione della Legge Draghi non sono stati meno impegnativi degli anni 90' in termini di riforme della corporate governance. Tre furono i driver fondamentali di queste riforme più recenti. L’idea che guidò in generale le riforme tra il 2002 e il 2004 (conosciute come riforma Vietti, dal nome del sottosegretario alla Giustizia in carica nel processo), fu che dopo la modernizzazione delle leggi corporative per le società

quotate, un simile sforzo doveva essere messo in atto per le società non quotate.

L'intenzione era quella di allineare il loro regime normativo con quello delle società quotate ogniqualvolta le loro azioni fossero detenute pubblicamente e di rendere più competitiva la legislazione societaria italiana dopo che le sentenze della Corte di giustizia europea hanno aperto la strada alla concorrenza regolamentata all'interno dell'UE. La riforma Vietti, è la riforma del diritto societario avviata nel 2001, le cui novità introdotte riguardano la netta differenziazione tra società per azioni e società a responsabilità limitata e un nuovo sistema della società per azioni, la cui disciplina si differenzia in base al grado di apertura al mercato del capitale di rischio. Una serie di strumenti finanziari considerati più elastici sono stati inseriti nell'ottica di favorire la raccolta al risparmio. Viene garantita anche una maggiore autonomia privata con la possibilità di scegliere tra tre diversi modelli di governo societario nelle società per azioni. Infine, proprio come gli Stati Uniti e gli altri paesi che hanno attuato riforme post-scandali dopo Enron, WorldCom e simili, in Italia gli scandali di Parmalat e Banca Popolare di Lodi/Antonveneta, hanno portato il Parlamento italiano a rivedere le regole di governo societario. La cosiddetta Legge sui risparmi ne fu il risultato (Savings Law 2005). Questa legge influenza e regola molti degli aspetti delle società quotate nel mercato italiano, siano esse italiane o straniere. In conseguenza di questa legge vengono aumentate le responsabilità a livello manageriale per quanto riguarda le comunicazioni aziendali. Vengono rafforzati gli obblighi di divulgazione, insieme ad una serie di modifiche statuarie relative alla formalizzazione delle nomine sulla conformità delle pratiche di governo societario.

Per quanto riguarda i patti parasociali, anche nel periodo successivo alla Legge Draghi, i legislatori ne hanno esteso le normative. In particolare tramite l'articolo 2341 bis e 2341 ter<sup>15</sup>. Nel primo dei due, vengono delineati quei patti che devono essere considerati rilevanti e che quindi devono sottostare obbligatoriamente agli obblighi di divulgazione. Viene inoltre aggiornato il trattamento della durata dei patti, definendo un limite massimo alla durata dei patti (cinque anni), cosa che non era avvenuta precedentemente con la Legge Draghi. Qualora i patti non avessero scadenza, e fossero quindi a tempo indeterminato, è da intendere la loro durata come pari al limite massimo, appunto di cinque anni. Rimane comunque la possibilità per questo tipo di patti di recedere, imponendo tuttavia un

---

<sup>15</sup> Legge del 3 ottobre 2001, n° 366

preavviso di sei mesi. L'articolo 2341 ter si applica invece alle società con azioni diffuse tra il pubblico. Viene imposto in questo senso, l'obbligo di comunicare il patto alla società, ed in apertura dell'assemblea. Nei casi di inadempimento non viene prevista la nullità del patto, ma il congelamento del diritto di voto per i contraenti dei patti.

Il 2003, viene data una svolta importante per quanto riguarda il regolamento per le parti correlate, di particolare interesse per quanto riguarda le piramidi societarie. La riforma del diritto societario in quell'anno, fa avanzare una proposta di legge basata sulla teoria dei vantaggi compensativi. Essa regola la responsabilità delle società controllanti, che quindi esercitano una funzione di direzione o di coordinamento. Queste azioni di responsabilità possono essere esercitate nei confronti di coloro, società o soggetti, che hanno abusato della propria posizione, appunto di coordinamento o direzione, per perseguire interessi personali o non conformi a quelli di altre società. Nel caso fosse verificato il danno e verificata la consapevolezza del beneficio potenziale da parte di questi soggetti, essi sarebbero considerati colpevoli e verrebbero costretti a restituire un ammontare proporzionale al vantaggio conseguito. La nuova versione dell'articolo 37 del Regolamento Mercati<sup>16</sup>, stabilì nel 2010 nuove regole per le operazioni con le parti correlate. Vengono imposti dei numeri minimi agli amministratori indipendenti che devono essere presenti nei consigli di amministrazione. Tramite la Delibera n° 17389<sup>17</sup>, venne imposto che i consigli di amministrazione e gli organi di gestione debbano seguire tutta una serie di regolamentazioni volte a rendere il più possibile trasparenti le operazioni che possono risultare con parti correlate. In particolare è necessario stabilire e rendere note le modalità con cui si approvano queste operazioni. Bisogna inoltre citare gli articoli 5<sup>18</sup> e 14<sup>19</sup>. Per quanto riguarda il primo, che per quelle operazioni considerate di particolare importanza, occorre redigere un documento informativo conforme agli standard Consob. Nel secondo articolo, viene inoltre richiesta la convenienza e le ragioni dell'operazione.

L'anno 2014 risulta un anno di svolta per quanto riguarda le dual class shares. In agosto infatti tramite la legge 116<sup>20</sup> viene eliminato il divieto di emettere azioni a voto plurimo che

---

<sup>16</sup> Modificato nella delibera Consob 17221 nel 12 marzo 2010

<sup>17</sup> Deliberato dalla Consob il 23 giugno 2010

<sup>18</sup> Informazione al pubblico sulle operazioni con parti correlate

<sup>19</sup> Direzione e coordinamento, società controllate e società collegate

<sup>20</sup> Decreto competitività

era contenuto nell'articolo 2351. Introduce due novità molto importanti: il voto plurimo e il voto maggiorato. Un'azionista, qualora detenga un pacchetto di azioni per un periodo superiore a 24 mesi e si iscriva ad un registro speciale, potrà usufruire del cosiddetto voto maggiorato. La società infatti potrà assegnare un ulteriore voto aggiuntivo alle azioni possedute da questo soggetto, come premio per la propria fedeltà, infatti queste azioni sono anche chiamate "loyalty shares". Per consentire la maggiorazione del diritto di voto l'assemblea straordinaria dovrà votare a favore di una modifica statutaria, il quorum previsto è di due terzi; nel caso l'assemblea fosse indetta in data precedente al 31 gennaio 2015, è tuttavia sufficiente la maggioranza semplice. Altra importante novità, è che le società non ancora quotate, potranno ora emettere azioni a voto plurimo. Il tetto massimo risulta essere di tre voti per azioni. Questa novità, potrà essere mantenuta anche dopo l'eventuale quotazione di queste società, non si potranno più assegnare voti aggiuntivi alle azioni da quel momento tuttavia. Rimane comunque inderogabile il principio secondo cui le società già quotate non potranno emettere questo tipo di azioni. Non di secondo piano, il Decreto, aggiorna anche la disciplina dell'OPA obbligatoria. Non rimane più cogente il lancio dell'OPA al superamento del 30% delle azioni, ma viene introdotta una seconda soglia del 25%. Questa soglia scatterebbe, qualora nessun altro azionista possieda una quota maggiore. L'obiettivo è quello, attraverso l'introduzione di un nuovo scaglione per il lancio, di aumentare la contendibilità, cercando di contrastare anche i possibili effetti del voto addizionale.

Quanto detto in questo capitolo, ripercorre le tappe più importanti dei tentativi di riforma della corporate governance italiana cercando parallelamente di identificare quali sono stati i passaggi normativi fondamentali che hanno contribuito a cambiare l'approccio dei meccanismi per garantire il controllo presi in considerazione. Visibile in questa trattazione, è come questi sforzi si siano intensificati, come detto precedentemente, soprattutto dopo gli anni 90' ed in particolare dalla Legge Draghi in poi, a dimostrazione che effettivamente i legislatori italiani hanno nel corso degli ultimi decenni cercato di riformare profondamente il diritto societario e di avviare un percorso di riforme ancora lontano dal dirsi ultimato.

## 5.2 Processo di riforme, quali effetti?

### 5.2.1 Come sono cambiati gli assetti proprietari

Questo capitolo e quello successivo sono strettamente legati a quello precedente. Si cercherà di capire da quale situazione istituzionale partiva l'Italia agli inizi degli anni novanta per identificare di conseguenza cosa è cambiato negli anni successivi e se questo massiccio processo di riforme ha ottenuto i risultati voluti. I primi studi che indagavano sulla situazione italiana del governo delle imprese rivelavano delle grosse inefficienze nel sistema. La causa principale era individuata soprattutto in una scarsa tutela degli investitori secondo Barca, Bianco e al. (1994). Questo rendeva il mercato italiano poco appetibile per gli investitori e creava una situazione di arretratezza rispetto agli altri paesi. I benefici privati del controllo erano talmente alti che non conveniva aprire la compagine societaria da una parte e dall'altra rendeva poco appetibile investire risorse nelle società (Bosi e Trento, 2011). Una delle peculiarità del mercato italiano rispetto agli altri paesi era anche lo scarso intervento delle banche e delle istituzioni finanziarie. L'eccessiva stabilità del controllo, anche causata dai numerosi strumenti per garantire il controllo utilizzati, permetteva spesso a soggetti inadeguati di rimanere al vertice di società per un tempo troppo lungo creando un'altra catena di inefficienze. I legislatori si sono dunque trovati di fronte ad una situazione complicata e non semplice da risolvere. L'intento del processo di riforme era di adeguare il quadro normativo italiano a quello europeo, elevando la Borsa italiana ad un ruolo più competitivo, mirando a disperdere la proprietà e ad incentivare il ruolo delle banche, investitori istituzionali e venture capital. Rendere questo mercato più efficiente avrebbe consentito una maggiore allocazione del controllo con l'obiettivo di diminuire o controllare quei meccanismi di gestione del controllo di cui si era parlato nei capitoli precedenti. Dalle evidenze a cui pervengono Bianchi e Bianco (2009), non sembra si siano verificati evidenti mutamenti nelle società italiane, anche se il percorso intrapreso ha avuto alcuni effetti soprattutto per le società quotate. Ciò non ha avuto come conseguenza una crescita all'accesso della Borsa, cosa che si era auspicata inizialmente. Nel complesso, nonostante sembra non si siano verificati cambiamenti radicali, è da notare che ha avuto inizio un processo che ha portato i gruppi piramidali a diminuire in numero e in grandezza a favore dello strumento coalizione.

Nelle imprese non quotate, la struttura proprietaria risulta alta e stabile nel tempo. Nel 1993, l'azionista principale deteneva il 66,3% delle azioni; nel 2007, questa percentuale si attesta ancora intorno al 67,7%. Nonostante questo, tra il 1993 e il 2007, si sono verificati dei cambiamenti riguardo ai soggetti che detengono il controllo (tab. 6).

Tabella 6: Struttura proprietaria dal 1993 al 2007 nelle imprese non quotate

Proprietario	1993		2007	
	Non ponderata	Ponderata(1)	Non ponderata	Ponderata (1)
Persona fisica	40.6	21.7	37.4	22.8
Impresa estera	8.1	15.3	13.2	19.6
Stato	6.6	13.1	3.7	5.1
Holding o sub-holding	17.2	26.9	21.9	28.6
Non finanziaria privata	18.5	15.5	9.6	7.5
Banca	0.0	0.0	0.2	0.3
Altra finanziaria	0.1	0.3	2.3	2.3

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211. p. 17

Da una parte la percentuale detenuta dalle persone fisiche è diminuita di tre punti percentuali (dal 40,6% al 37,4%). Ciò è riconducibile soprattutto per quanto riguarda le piccole imprese, in quanto nelle seconde colonne (ponderata), che prende in considerazione la dimensione dell'impresa, la quota risulta stabile. La quota delle imprese estere è aumentata considerevolmente (da 8,1% al 13,2%), anche qui la differenza è maggiore per le piccole imprese. Lo stato ha sia per le piccole che per le grandi imprese, diminuito le proprie quote. La quota detenuta dalle holding, in crescita e la diminuzione di quelle non finanziarie attesterebbe la riduzione del fenomeno delle strutture piramidali. Le società finanziarie hanno aumentato enormemente il loro peso, nel 1993, esso si attestava intorno allo 0,1% mentre nel 2007 ha raggiunto il 2,3%.

Le società familiari, rappresentano circa il 70% del totale delle imprese non quotate e sono tanto più diffuse quanto più sono piccole le imprese. Queste sono caratterizzate da un minore presenza di società finanziarie. Queste caratteristiche, cioè una presenza così

massiccia di imprese familiari, potrebbe spiegare in parte i problemi di crescita del sistema produttivo.

Passando invece a parlare del controllo nelle società non quotate, esso risulta salvaguardato da un'elevata concentrazione della proprietà. Questa quota di concentrazione di proprietà si attesta intorno al 65%. I maggiori strumenti per mantenere il controllo, al di là della maggioranza delle azioni nelle società non quotate, risultano i gruppi piramidali, gli accordi tra azionisti e una serie di clausole che limitano il trasferimento delle azioni. Nella tabella seguente viene rappresentato l'andamento di queste strutture dal 1993 al 2007 (tab. 7).

Tabella 7: Strumenti per mantenere il controllo nelle società

	1993	2003	2007
Gruppi piramidali	56.5	43.3	46.8
Patti di sindacato		9.1	12.1
Clausole che limitano il trasferimento delle quote		42.0	48.6

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211. p. 17

Si nota una diminuzione di circa dieci punti percentuali da parte dei gruppi piramidali, a favore invece di un aumento sia dei patti di sindacato sia delle clausole che limitano il trasferimento delle azioni.

Il 3% delle imprese del settore manifatturiero italiano, hanno cambiato controllo. Non si hanno tuttavia a disposizione dati, per definire questi valore come alto o basso. Si può tuttavia chiarire, che questi, avvengono all'interno della famiglia; risultano dunque trasferimento tra le varie generazioni familiari. Tra queste imprese familiari, nell'ultimo anno preso in considerazione (2007), il 65% di queste risultava controllato dal fondatore. Per quanto riguarda le imprese non quotate si può affermare dunque, che ci si sarebbero attesi cambiamenti più profondi, soprattutto per quanto riguarda la concentrazione della proprietà. Non appare evidente che sia avvenuto cambiamento in maniera così sostanziale; non sembra dunque che le riforme effettuate abbiano avuto un grosso impatto. Per valutare tuttavia se queste, sono state efficaci nell'indurre una crescita del mercato di borsa bisognerà guardare ai cambiamenti anche nelle società quotate. Da sottolineare tuttavia il

cambiamento di direzione per quanto riguarda gli strumenti per garantire il controllo con il trend inverso dei gruppi piramidali e degli accordi tra investitori.

Passando invece alle società quotate, nel periodo compreso tra il 1990 e il 2007, il loro numero è passato da 239 a 262. Questo aumento non risulta del tutto significativo, nonostante sia aumentato in maniera rilevante la capitalizzazione di queste società in relazione al PIL. Se da un lato la concentrazione di proprietà nelle società quotate è diminuita, non sembra che il percorso di riforme intrapreso e il programma di privatizzazioni, abbia reso più facile alle imprese accedere ai finanziamenti necessari. Le strutture piramidali sono diminuite nel complesso, a favore di un aumento del peso degli accordi tra azionisti. La presenza degli investitori stranieri risulta più marcata. Ciò era risultato vero anche per le società non quotate. Di particolare rilievo sono invece le differenze che sono avvenute nella governance delle banche, nelle quali i cambiamenti sono stati più sostanziali. Nelle società non finanziarie, infatti, gli assetti proprietari risultano più stabili. Secondo Bianchi e Bianco (2009), all'inizio del periodo preso in considerazione (1990), il maggiore azionista di una società, possedeva in media la maggioranza assoluta del capitale (54,7%). La concentrazione di proprietà era più marcata nelle banche, in esse infatti la presenza dello stato è sempre stata tipicamente abbastanza alta. Grazie al processo di privatizzazione, iniziato proprio negli anni novanta, è diminuita in maniera sostanziale la concentrazione della proprietà. Al contempo, è aumentata la dispersione delle società, che corrisponde alle quote inferiori al 2%, che non devono sottostare agli obblighi di segnalazione della Consob. Anche qui, è nelle banche che è avvenuto il cambiamento maggiore, nello specifico, in queste società il maggiore azionista possedeva il 54% negli anni 90' contro il 12% del 2007. Una sostanziale fotografia degli assetti proprietari, si può osservare dalle seguenti due tabelle, nelle quali la prima comprende le medie semplici, mentre la seconda, le medie ponderate per la capitalizzazione (tab. 8-9).

Tabella 8: Struttura proprietaria nella società quotate (medie semplici)

Proprietari	Tutte le società quotate					Banche quotate					Società private non finanziarie quotate				
	1990	1998	2001	2003	2007	1990	1998	2001	2003	2007	1990	1998	2001	2003	2007
Esteri	8.3	10.2	12.9	10.5	11.7	3.9	3.4	4.4	5.9	3.8	9.8	11.9	15.2	11.8	13.1
Intermediari Finanziari	5.8	8.0	6.1	5.7	4.6	14.0	22.9	22.0	23.0	27.0	5.1	4.7	3.2	3.2	2.1
Assicurazione	0.8	1.6	0.9	0.5	0.8	1.3	3.2	1.4	1.0	3.4	0.5	0.5	0.3	0.2	0.3
Banca	3.9	5.5	4.5	4.9	3.0	11.9	19.4	20.5	21.8	23.4	3.4	3.1	1.9	2.4	0.9
Investitori Istituzionali	1.1	0.9	0.7	0.3	0.8	0.8	0.3	0.1	0.2	0.2	1.2	1.1	0.9	0.6	0.9
Società non finanziaria	30.2	17.8	13.7	13.4	19.0	6.9	4.3	5.1	5.9	6.0	37.3	22.5	16.6	15.6	21.2
Stato	12.0	4.5	3.9	4.9	3.3	28.7	1.1	0.3	0.4	0.4	1.7	0.2	0.3	0.7	0.9
Fondazioni	2.0	2.5	2.3	1.2	1.1	17.1	12.9	14.5	8.7	9.8	0.4	0.5	0.5	0.1	0.2
Individui	13.3	18.1	23.2	26.3	22.8	5.3	1.4	2.4	5.5	6.6	16.3	24.3	29.2	32.6	26.6
<b>Azionisti rilevanti</b>	<b>71.6</b>	<b>61.1</b>	<b>62.2</b>	<b>62.0</b>	<b>62.6</b>	<b>76.1</b>	<b>46.0</b>	<b>48.7</b>	<b>49.5</b>	<b>53.6</b>	<b>70.6</b>	<b>64.1</b>	<b>65.0</b>	<b>64.0</b>	<b>64.1</b>

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211. p. 18

Tabella 9: Struttura proprietaria nelle società quotate (medie ponderate)

Proprietari	Tutte le società quotate					Banche quotate					Società private non finanziarie quotate				
	1990	1998	2001	2003	2007	1990	1998	2001	2003	2007	1990	1998	2001	2003	2007
Esteri	5.0	5.9	5.8	7.0	6.8	1.8	8.5	7.1	11.6	6.1	6.8	5.6	6.4	7.3	12.0
Intermediari Finanziari	6.6	7.4	6.2	5.3	4.0	6.9	14.6	15.3	9.5	5.7	7.1	2.1	1.4	2.2	1.4
Assicurazione	2.5	2.5	1.8	1.3	1.3	0.6	3.2	2.2	1.4	2.1	2.8	0.6	0.4	0.3	0.4
Banca	3.0	4.8	4.3	4.0	2.6	5.8	11.3	13.1	8.1	3.6	2.9	1.3	0.9	1.8	0.9
Investitori Istituzionali	1.1	0.1	0.1	--	0.1	0.5	0.1	0.0	0.0	--	1.4	0.2	0.1	0.1	0.1
Società non finanziaria	21.2	12.6	17.9	12.6	12.0	2.2	2.0	3.1	4.4	4.1	31.9	28.4	39.5	29.0	28.4
Stato	18.1	8.8	10.8	11.4	10.1	36.8	1.0	0.0	0.2	0.0	2.7	1.5	0.9	0.7	1.0
Fondazioni	2.1	5.2	4.8	3.7	4.5	11.1	17.3	21.2	13.4	15.0	0.3	0.3	0.0	0.0	0.1
Individui	6.3	3.8	5.9	7.0	5.5	2.5	0.3	0.4	0.9	0.8	7.6	7.3	11.3	16.3	14.4
<b>Azionisti rilevanti</b>	<b>59.2</b>	<b>43.6</b>	<b>51.1</b>	<b>46.9</b>	<b>42.9</b>	<b>61.3</b>	<b>43.6</b>	<b>47.1</b>	<b>39.8</b>	<b>31.7</b>	<b>56.4</b>	<b>45.2</b>	<b>59.6</b>	<b>55.5</b>	<b>57.4</b>

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211 p. 18

Quanto emerge, dal quadro di queste due tabelle, è che all'inizio del periodo preso in considerazione, le altre società ricoprono spesso il ruolo di principale azionista, il che sta a significare l'importante peso che avevano le strutture piramidali. Anche le persone fisiche e lo Stato avevano un ruolo fondamentale. Nel 2007, risulta sostanzialmente quasi dimezzata la quota detenuta dalle società non finanziarie, il che testimonia l'indebolimento dei gruppi piramidali. Anche il ruolo dello Stato cala, mentre aumenta la quota delle società straniere e delle persone fisiche. Le società non finanziarie, da quanto emerge, stabilizzano il proprio

controllo, maggiormente attraverso accordi tra azionisti, piuttosto che attraverso le strutture piramidali. In queste, il ruolo delle persone fisiche è praticamente raddoppiato alla fine del 2007, effetto che risulta più contenuto man mano che le società aumentano le proprie dimensioni. Anche le banche risultano maggiormente controllate attraverso gli accordi tra gli azionisti e anche in questo caso si è verificata una dispersione della società. Da aggiungere inoltre, che rimane la tendenza a non quotarsi, da parte delle società non quotate, ciò avviene soprattutto nelle imprese industriali.

Nel complesso dunque alla fine del 2007, sembra che le società quotate, piuttosto che le non quotate, abbiano parzialmente trasformato il proprio assetto proprietario. Esso tuttavia rimane ancora caratterizzato da una rilevante concentrazione di proprietà, anche se in netta diminuzione. Sia nelle società quotate che non quotate, rimane la tendenza ad utilizzare strumenti in grado di separare la proprietà dal controllo. Questa tendenza risulta tuttavia maggiormente indirizzata verso l'utilizzo di strutture coalizionali; sembra, come si spiegherà meglio nei capitoli successivi, che le strutture piramidali abbiano subito un calo lungo tutto il periodo. Ciò potrebbe essere dovuto, al fatto che, cambiate le condizioni economiche, i soggetti siano in cerca di nuovi strumenti, più convenienti per mantenere il controllo nelle società.

Si può dunque concludere, che le riforme approvate in Italia, abbiano portato i risultati attesi? Sempre secondo Bianchi e Bianco (2009), la risposta non è del tutto semplice da dare. Da una parte, infatti, sembra che, come accennato precedentemente, nelle società quotate si è verificato un cambiamento degli assetti proprietari. Ciò sembra essere in parte dovuto al maggiore grado di tutela concesso agli investitori. Il modello di governo societario prevalente risulta ancora essere quello familiare anche se meno cristallizzato rispetto ai primi anni novanta. Questo risultato è una conseguenza di quanto trovato da Ivaschenko e Koeva Brooks (2008), che nel periodo compreso tra il 1992 e il 2007, calcolano che il premio al controllo è sostanzialmente diminuito a dimostrazione di una maggiore tutela per gli investitori. La misurazione, avvenuta calcolando la differenza tra il valore delle azioni senza e con diritto di voto, avrebbe attestato agli inizi del periodo la percentuale a circa il 46% per l'Italia; percentuale che sarebbe diminuita al 20% nel 2007. Secondo quanto affermato nel quaderno di finanza di Consob (2002) la diminuzione dei benefici privati del controllo potrebbe essere collegata a due eventi particolari del processo di riforme italiano:

l'introduzione della disciplina dell'OPA con la legge 149/1992, e la Legge Draghi stessa del 1998. Secondo i dati del quaderno, in particolare grazie all'introduzione del Tuf nel 1998, si sarebbe ridotto il valore dei benefici privati del controllo che sarebbero passati a seconda delle misurazioni, dal 6,46%, al 5,46%, che rappresenterebbe una riduzione di circa venti punti percentuali. Al contempo viene affermato, che anche l'espansione del credito al mercato estero, potrebbe aver aiutato la riduzione di questi benefici, imponendo un'azione più decisa di monitoraggio da parte della comunità finanziaria. Il quaderno di finanza, riconoscono in questo periodo, rispetto al 1989, anche una migliore protezione degli investitori.

Non si può tuttavia considerare il processo di riforme come completo. Accademici come Ferrarini e Giudici (2005) e Bianchi e al. (2005), infatti affermano che la legislazione italiana dovrebbe fare ancora di più per la tutela degli azionisti di minoranza. Lo strumento della class action, introdotto solo di recente, e un'inefficiente tutela giudiziaria, dimostrano che la strada delle riforme deve proseguire.

In realtà non esiste un'unica risposta e ciò imporrebbe da un lato di non sottovalutare i miglioramenti che sono avvenuti, dall'altro di indagare le possibili cause di una limitata efficacia delle riforme. Sarebbe importante a questo punto, proseguire la trattazione, per osservare cosa succede al nostro paese negli anni successivi.

### 5.2.2 Come è cambiata l'Italia a vent'anni dalla Legge Draghi

A distanza di vent'anni dalla Legge Draghi molte cose sono cambiate. Sembra quindi utile, proseguire nella trattazione che interessava il capitolo precedente per cercare di osservare l'evoluzione del mercato italiano fino al 2018. Un primo dato ci perviene dal numero delle quotazioni; secondo Longo (2018), nell'anno della Legge Draghi il numero di società quotate si attestava intorno alle 243 società. Questo numero nel 2018 è cresciuto fino a raggiungere 417 imprese. Nel 2017 risultavano 237 società quotate sul mercato MTA, tre nel mercato MIV, 95 su AIM Italia e altre 82 sul mercato GEM. Decisamente in aumento è stata la capitalizzazione di mercato che nel 1998 si attestava intorno a 485 miliardi contro i 677 attuali. Se si va tuttavia a confrontare questo dato in proporzione al PIL, non risulta nessun aumento incoraggiante, questa percentuale era di 42% nel 1998 e del 41% nel 2018. Molte

delle imprese rimangono tuttavia di piccole dimensioni e familiari, a dimostrazione del fatto che sono stati soprattutto i segmenti della borsa più piccoli a crescere. Il numero delle quotazioni risulta tuttavia incoraggiante negli ultimi anni, tanto che dal 2000 sono avvenute circa trentanove quotazioni.

Al passaggio del vent'esimo anno dalla Legge Draghi un lungo esame della situazione attuale è proposto da Morya Longo. L'articolo pone prevalentemente sotto l'attenzione alcuni aspetti che la Legge non era stata in grado di mettere in chiaro. Tra queste la linea di competenza tra Banca d'Italia e Consob che risultava piuttosto vaga. La conseguenza di questo aspetto è stata una generale incomprensione su quali aspetti di vigilanza siano competenza di un ente piuttosto che dell'altro. Lo scarica barile avvenuto dopo gli scandali di Cirio e Parmalat ne sono una chiara spiegazione. In conseguenza della Mifid 2, alcuni nodi di competenza si sono sciolti, altri saranno da risolvere in futuro.

Secondo Consob a fine 2016, delle 230 società quotate in MTA, esse sono spesso società industriali, seguite da quelle finanziarie e dalle società di servizi (con rispettivamente 123, 54 e 53 società) (tab. 10).

Tabella 10: Capitalizzazione di mercato per settore nelle società quotate italiane

	companies		capitalisation <sup>1</sup>			
	no.	%	mean	median	total	%
financial	54	23.5	2,532	352	136,752	30.3
industrial	123	53.5	1,552	166	190,099	42.3
services	53	23.0	2,337	271	123,869	27.4
<i>total</i>	<i>230</i>	<i>100.0</i>	<i>1,963</i>	<i>234</i>	<i>451,612</i>	<i>100.0</i>

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 9

Le società finanziarie e dei servizi sono quelle che hanno mediamente una capitalizzazione maggiore. Ciononostante, da quanto emerge dai registri Consob la proprietà è ancora altamente concentrata. In maniera consistente con la limitata contestabilità del mercato italiano, in media il più grande azionista alla fine del 2016 possiede circa il 47%, dato che risulta essere alquanto stabile rispetto al 2010, dove si attestava intorno al 46,2%.

Alla fine del 2016, gli investitori istituzionali risultavano azionisti di maggioranza di 61 società quotate (tab. 11).

Tabella 11: Maggiori investitori istituzionali nelle società quotate italiane

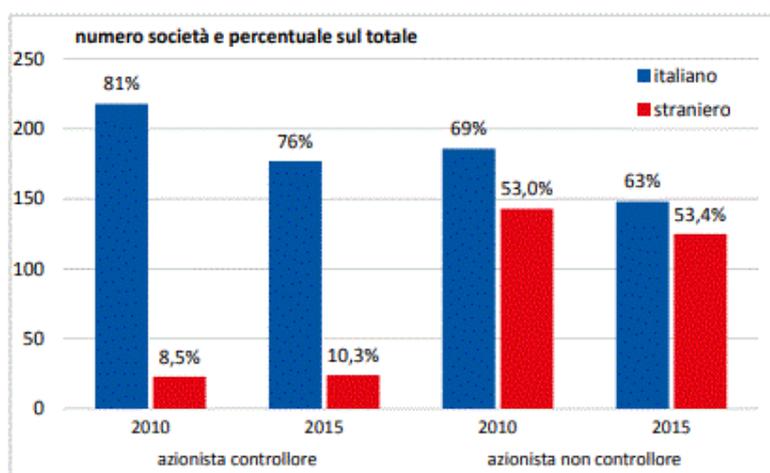
	at least one institutional investor			at least one Italian institutional investor			at least one foreign institutional investor		
	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>	no. of companies	weight <sup>1</sup>	mean shareholding <sup>2</sup>
2010	78	28.9	8.0	47	17.4	6.8	39	14.4	7.7
2011	75	28.8	7.7	48	18.5	6.7	36	13.8	7.1
2012	67	26.7	8.5	39	15.5	7.0	38	15.1	7.9
2013	66	27.0	7.7	32	13.1	6.9	41	16.8	7.0
2014	74	31.1	7.7	27	11.3	7.6	55	23.1	6.6
2015	68	29.1	7.9	18	7.7	7.8	53	22.6	7.5
2016	61	26.4	7.5	14	6.1	6.9	50	21.6	7.2

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 10

Numero che, rappresenta circa il 26% del mercato, e che è diminuito nettamente dal 2010, dove le società erano 78. Questo declino, risulta chiaro da due tendenze che parzialmente dovrebbero compensarsi: da una parte il continuo declino degli investitori istituzionali e dall'altra le quote degli investitori esteri che si stabilizzano dopo il 2015, dopo la crescita che hanno avuto negli anni precedenti.

Da sottolineare, che è anche diminuita la quota media detenuta dagli investitori istituzionali, che decresce dall'8% al 7,5%. Inoltre la tendenza di crescita delle partecipazioni delle imprese estere che si era vista precedente sembra continuare anche negli anni successivi al 2010, a dimostrazione di una maggiore apertura del mercato italiano all'investimento estero. Quest'ultimo è aumentato nel corso degli ultimi anni, come dimostra la seguente figura (fig. 17). Nel 2010, l'8,5% delle società era posseduta da investitori stranieri, nel 2015 questo numero è aumentato di circa due punti percentuali (10,3%).

Figura 17: Partecipazioni italiane ed estere nel mercato



Fonte: Consob (2017) *Gli sviluppi della governance tra impulsi normativi e attivismo degli investitori istituzionali: le evidenze del rapporto Consob*, a cura di: Linciano N., Ciavarella A. e Signoretti R., Milano, p. 8.

Le partecipazioni detenute dalle banche e istituti di assicurazione hanno subito un lento declino, da 56 nel 2010 al loro valore più basso (12) nel 2016, solo parzialmente compensato dalla crescente presenza di asset manager e di private equity, venture capital e fondi sovrani (tab. 12).

Tabella 12: Quote detenute dai maggiori investitori istituzionali nelle società quotate italiane

	asset managers		banks and insurance companies		private equity, venture capital and sovereign funds		total	
	no. of stakes <sup>1</sup>	mean stake <sup>2</sup>	no. of stakes <sup>1</sup>	mean stake <sup>2</sup>	no. of stakes <sup>1</sup>	mean stake <sup>2</sup>	no. of stakes <sup>1</sup>	mean stake <sup>2</sup>
2010	35	6.3	56	5.3	16	6.7	107	5.8
2011	29	5.9	55	5.3	18	6.5	102	5.7
2012	30	6.4	51	5.3	17	6.3	98	5.8
2013	33	6.3	41	5.4	12	6.5	86	5.9
2014	45	6.3	40	5.2	13	6.1	98	5.8
2015	55	6.1	24	5.1	13	6.1	92	5.8
2016	44	6.5	12	6.4	19	5.0	75	6.1

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 10

Sommando quanto detto precedentemente sembra che per alcuni versi gli assetti proprietari delle società italiane siano cambiate in positivo, per altri aspetti invece siano rimasti ancora cristallizzati e faticino a modificarsi. Come emerso anche nella trattazione del capitolo precedente, le società rimangono prevalentemente in mano alle famiglie e allo Stato. Non sembra che da questo punto di vista, sia cambiata sostanzialmente la situazione da quando si era interrotta la trattazione nel periodo precedente. L'aumento delle quote degli

investitori esteri risultava uno dei propositi che si erano prefissati i legislatori all'inizio del periodo delle riforme, sembra che l'apertura del nostro paese al mercato estero abbia garantito ogni anno che un numero sempre maggiore di investitori si interessasse alle società italiane. Rimane comunque basso l'intervento delle banche e degli istituti finanziari, particolarità che era già stata riscontrata e che si era detto rappresentava una peculiarità dell'assetto proprietario italiano. Un ulteriore effetto positivo è stato riscontrato dall'aumento delle società a proprietà dispersa. Nonostante la concentrazione di proprietà, come visto precedentemente rimanga ancora piuttosto alta e la contestabilità del controllo sia ancora limitata, sembra che i cambiamenti anche se lievi siano avvenuti nella direzione positiva. Ciò è ancora maggiormente vero per quanto riguarda le società quotate piuttosto che per quelle non quotate. Da una parte dunque i risultati ottenuti non sembrano essere sufficienti, soprattutto se confrontati con lo sforzo riformatore che era stato messo in moto dai legislatori italiani; non si può tuttavia dichiarare finito il processo di riforme. Si vedrà nei capitoli successivi come in questo contesto di evoluzione degli assetti istituzionali, si sono sviluppati e sono cambiati i meccanismi per garantire il controllo.

### 5.3 I gruppi piramidali

Nei capitoli precedenti si era accennato come questo tema sia di particolare interesse nel nostro paese. In questo capitolo si cercherà dunque di capire quanto questo meccanismo sia diffuso e come questo fenomeno sia andato modificandosi nel corso degli anni.

Questa struttura è stata riconosciuta nell'ordinamento italiano fin dagli anni 40' anche se nessuna contromisura è stata inizialmente presa per alleviare questo fenomeno e limitarne la crescita. Al contrario, i gruppi piramidali sono stati favoriti da una politica di tassazione neutrale (dividendi tassati solo una volta, a dispetto di quanti livelli avesse la catena) e dall'assenza di eventuali disposizioni di legge che prevenissero i conflitti di interesse tra i controllanti e gli azionisti di minoranza delle sussidiarie. Nessuna restrizione legale era prevista nelle connessioni tra le società appartenenti ad un gruppo piramidale. Di per sé, queste non erano neppure rilevanti in ottica di antitrust. Inoltre nel passato lo stesso Stato

ha utilizzato strutture piramidali per le proprie attività industriali. La Borsa (di proprietà pubblica fino al 1997) permetteva la quotazione delle cosiddette “scatole cinesi”, società le cui sole attività erano controllare blocchi di altre società quotate, e la quotazione di queste ai vari livelli dei gruppi.

Nel suo saggio Grassini (2013) afferma che il fenomeno dei gruppi piramidali rappresenta un’anomalia italiana di notevole importanza. La causa principale di questa accusa, sarebbe da ascrivere al fatto che questo fenomeno riguardi alcune delle più grandi imprese del paese, e che le stesse siano controllate con quantità veramente modeste di capitale.

Secondo Bianco e Bianchi (2006) la struttura piramidale, non rappresenta una struttura statica; percorrendo infatti la storia italiana di questi gruppi, si può osservare che queste strutture hanno subito un forte cambiamento col passare degli anni. Ciò è vero soprattutto per quanto riguarda il settore privato non finanziario. All’inizio del 1990 questi gruppi si profilavano con due dimensioni differenti: quella orizzontale e quella verticale. La prima assurgeva al compito di gestire la diversificazione, mentre la seconda aveva il compito di massimizzare il controllo.

Nel 1990, i gruppi piramidali avevano un grande potere, derivante in gran parte dal grado di separazione che riuscivano ad esercitare tra diritti di voto e patrimoniali. In quell’anno, infatti, tale separazione si attestava mediamente intorno a 2,7, ma nei gruppi privati più grandi, raggiungeva anche 8,2. Gli anni successivi ne hanno osservato un trend decrescente. Tale contrazione è più evidente man mano che i gruppi diventano più grandi, nei dieci maggiori gruppi tale grado si è dimezzato (tab. 13). Si può osservare che la diminuzione della leva è stata netta dal 1992 al 2001, ma che ha raggiunto il suo minimo sia per quanto riguarda i primi dieci gruppi che per i primi dieci privati nell’anno 1998.

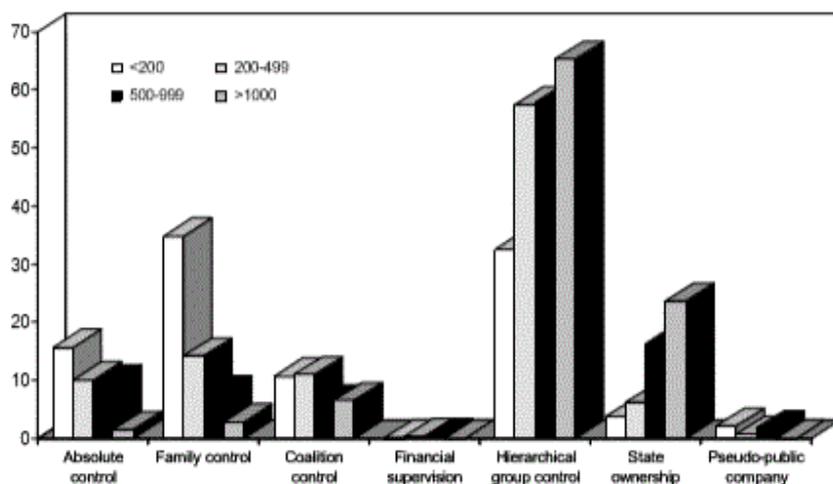
Tabella 13: La leva sul controllo nei maggiori gruppi

	Primi 10 gruppi (2)			Primi 10 gruppi privati (3)		
	1992	1998	2001	1992	1998	2001
Leva (valore medio)	8,2	2,5	4,0	9,9	2,6	3,5
Leva (valore mediano)	2,6	1,7	2,3	6,0	2,0	1,8
Leva (valore medio ponderato)	5,6	2,2	4,1	5,5	1,7	3,3
Peso sul totale dei gruppi quotati	80,8	65,1	69,3	35,5	46,2	47,2

Fonte: Bianchi M. e Bianco, M. (2004) Stato, coalizioni e famiglie: l'evoluzione della governance nei gruppi quotati italiani, Atti del convegno, 23 novembre.

Lo studio di Bianchi, Bianco e Enriques (2001), permette invece di andare più a fondo riguardo alla fattispecie di società che fanno parte dei gruppi piramidali. Secondo il loro studio, la maggiore parte delle società italiane (56%) era parte di un gruppo piramidale nel 1992. Il fenomeno è tanto più diffuso, più è grande la società (fig. 18); virtualmente quasi tutte le imprese con mille o più lavoratori adotta questa struttura. La percentuale è comunque alta anche tra le imprese piccole e medio piccole: il 40% delle società con un numero di dipendenti compreso tra 50 e 99 appartiene ad un gruppo piramidale. In parole povere, questa rappresentava la forma strutturale più utilizzata nel panorama industriale italiano. La ragione principale nella formazione di questa struttura, come è stato spiegato nei primi capitoli, è che permette ad uno o più individui di controllare una vasta gamma di attività con quantità limitata di risorse. La tendenza di questi gruppi piramidali che sembra preponderante in Italia nei primi anni 90' sembra affievolirsi negli anni successivi. Nelle misurazioni della separazione tra proprietà e controllo nel 1996, troviamo che la cifra media era di 2,4 per le società quotate, ma rimaneva comunque più elevato per i gruppi privati non bancari (4,5), più bassa per i gruppi controllati dallo Stato (1,6), mentre per i dieci gruppi più grandi quotati si attestava ancora a cinque.

Figura 18: Diffusione dei gruppi piramidali a seconda della grandezza e tipologia delle società



Fonte: Bianchi M., Bianco M. e Enriques L. (2001) Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy. In: *The control of Corporate Europe*, Oxford University Press, pp. 154-186.

La riduzione del ruolo dei gruppi piramidali ha provocato in questi anni la diluizione della proprietà e più in generale ha prodotto una maggiore instabilità di proprietà e struttura di controllo. La concentrazione del blocco di voto ha diminuito in modo sostanziale dal 1996, in particolare per le maggiori società.

Il 1998, sembra confermare questo trend, attestando la leva di separazione a 2,2 (tab. 14).

Tabella 14: La leva sul controllo divisa per tipologie di controllanti

Tipologia dei capogruppo	1992	1998	2001
<i>Soggetti capogruppo al vertice della catena</i>	2,2	2,2	2,7
Fondazioni	1,7	1,9	2,7
Persone fisiche	4,1	3,3	2,6
Settore pubblico	1,9	2,1	2,7
<i>Società per cui non è possibile identificare un controllante</i>	4,7	2,5	2,1
Società estere	2,0	2,3	2,1
Società non quotate	8,2	4,0	3,0
Società quotate	2,0	1,6	1,3
<i>Patti di sindacato</i>	n.d.	1,5	3,3
<i>Totale capogruppo</i>	2,7	2,2	2,5

(1) Unità di capitale controllato per unità di capitale "integrato" posseduto

Fonte: Bianchi M. e Bianco, M. (2004) Stato, coalizioni e famiglie: l'evoluzione della governance nei gruppi quotati italiani, Atti del convegno, 23 novembre.

Nel complesso si può notare che negli anni che vanno dal 1992 al 1998, come si era già visto per i dieci maggiori gruppi, il fenomeno delle strutture piramidali sembra perdere efficacia e

le stesse strutture esercitano un grado di separazione minore. Questo andamento conferma la riduzione dell'effetto di diluizione del capitale ottenuto tramite il ricorso al gruppo piramidale negli anni novanta: essa è particolarmente marcata nel 1998. Nel 2001 sembra invece essersi verificata un'inversione di tendenza.

L'aumento della leva nel 2001 rispetto al 1998, in realtà dovrebbe essere rappresentato perlopiù da una riduzione della partecipazione di controllo, piuttosto che di un ritorno in voga delle strutture piramidali. Sembra che questa diminuzione del grado di separazione, sia maggiormente marcata, differenziando per tipologie di controllanti, tra le persone fisiche (la cui leva passa da 4,1 a 2,6) e per le società non quotate (da 8,2 a 3), infine nelle società quotate (da 2 a 1,3). La leva subisce, invece, un aumento, per quanto riguarda il settore pubblico (da 1,9 a 2,7) e nelle fondazioni (1,7 a 2,7).

Di particolare interesse per capire come si sviluppa il fenomeno delle strutture piramidali dal 1992 al 2003 è la seguente rappresentazione (tab. 15).

Tabella 15: Distribuzione percentuale dei gruppi per numero di società quotate appartenenti

Numero società quotate	Percentuale gruppi (1)				Peso (2)			
	1992	1998	2001	2003	1992	1998	2001	2003
1	74,0	77,4	85,5	86,4	13,5	13,9	19,7	28,2
2-3	19,2	17,7	12,3	10,9	37,3	60,6	32,8	29,6
3-5	3,4	2,4	0,9	2,2	4,9	3,3	0,9	19,8
6-10	0,7	2,4	1,3	0,5	5,0	22,2	46,6	22,4
>10	2,7				39,3			
Numero medio di società quotate per gruppo	1,9	1,4	1,3	1,2				
Numero massimo	23	8	8	7				

(1) In percentuale del totale.

(2) In termini di capitalizzazione.

Fonte: Bianchi M. e Bianco, M. (2004) Stato, coalizioni e famiglie: l'evoluzione della governance nei gruppi quotati italiani, Atti del convegno, 23 novembre.

In essa è possibile studiare il coinvolgimento di società quotate all'interno della struttura. Queste società, permettono di realizzare in maniera più efficace la separazione, in quanto gli azionisti di minoranza diluiscono l'impegno finanziario della capogruppo. Anche la posizione di queste società all'interno della catena è di grande importanza. Nel complesso si può notare, che il numero di società quotate presenti nei gruppi piramidali è andato decrescendo, in linea

con il calo dell'utilizzo delle stesse strutture. Sia il numero medio di società è diminuito in quest'arco di tempo (da 1,9 a 1,2), sia il numero massimo (da 23 a 7).

Lo studio di Carmelo Intrisano (2009) permette di valutare i cambiamenti di questa struttura nel periodo tra il 1999 e il 2007. Intrisano, nel suo studio, per verificare quali società appartenessero a strutture piramidali, chiarisce che utilizza le condizioni che sono considerate necessarie e sufficienti da Consob. In tal modo, possono essere considerati gruppi piramidali quei gruppi che contano almeno due società, legate tra loro da un tipo di rapporto verticale. Sono in tal maniera messe da parte quelle tipologie di strutture che corrispondono a gruppi orizzontali. Nel complesso, appare subito all'occhio, che anche in questo lasso di tempo, le strutture piramidali subiscono una flessione (tab. 16). Il numero di piramidi in questo studio, che inizialmente contava 29 strutture, è calato fino a raggiungere il valore di 19 nel 2007. Anche il numero delle società facenti parte di un gruppo, diminuiscono; da 90 che erano ad inizio periodo, ne risultano 49 alla fine del 2007. Fenomeno simile, risulta anche per quanto riguarda l'incidenza sulla capitalizzazione, che dal 70% arriva al 39% a fine periodo.

Tabella 16: Gruppi piramidali nelle società quotate italiane

Anno	Piramidi Societarie			Borsa		Incidenza Piramidi Societarie	
	N. piramidi	N. società	Capitalizz.	N. società	Capitalizz.	N. società	Capitalizz.
1999	29	90	507.327	345	726.566	26%	70%
2000	26	80	568.654	360	818.384	22%	69%
2001	22	63	403.479	352	592.319	18%	68%
2002	22	65	310.980	295	457.992	22%	68%
2003	19	52	276.727	279	487.446	19%	57%
2004	17	47	274.218	278	580.880	17%	47%
2005	18	49	302.883	282	676.606	17%	45%
2006	19	53	347.879	311	778.501	17%	45%
2007	19	49	307.384	344	790.500	14%	39%

Fonte: Intrisano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 165

Si può affermare dunque che nel 1999, erano presenti 29 strutture piramidali, che contavano 90 società nella propria catena e una capitalizzazione complessiva di 507 miliardi di euro. A fine 2007, dunque, i gruppi erano 19, comprendenti 49 società e aventi una capitalizzazione di 307 miliardi. Nel complesso il calo appare sostanziale. La flessione maggiore, avviene tra il 2002 e il 2004, quando la capitalizzazione, in soli due anni, cala di venti punti percentuali (da 68% a 47%). Secondo Intrisano, sono state le società più grandi, quindi a maggiore capitalizzazione a semplificare la propria catena. In tal modo hanno ridotto in maniera sostanziale il grado di separazione fra diritti patrimoniali e di voto. Lo studio afferma, che già nell'anno 2000 è avvenuta una sorta di semplificazione, anche se non di entità

particolarmente cospicua. In un caso infatti, la struttura piramidale ha diminuito i propri livelli, fenomeno correlato all'aumento del peso dei primi livelli. Il 2005, vede il numero dei gruppi piramidali in aumento, da 17 a 18, correlato all'aumento del numero di società coinvolte. Anche nel 2006 le piramidi aumentano di un'unità, mantenendo costante la capitalizzazione. L'ultima flessione avviene l'ultimo anno, che pur mantenendo costante il numero delle società diminuisce la capitalizzazione, che scende di sei punti percentuali, arrivando al 39%.

Si è dunque esaminato il fenomeno dei gruppi piramidali secondo diverse prospettive e prendendo in considerazione diversi studi. Sia il numero delle imprese, che la grandezza media e anche il grado di separazione tra proprietà e controllo sono sensibilmente diminuiti nell'arco di tempo considerato. L'effetto che potrebbe aver portato a questo fenomeno potrebbe derivare da un intervento di un regolatore esterno, con l'introduzione delle varie riforme attuate in quegli anni. Secondo molti studiosi, tuttavia, piuttosto che un regolatore esterno, a ridurre significativamente il fenomeno, siano state delle esigenze di mercato. Questa diffusa opinione è motivata dallo spostamento negli anni che vanno dal 1990 al 2006, dal modello piramidale al modello coalizionale, come si era già accennato in precedenza. Questo fenomeno è stato ampiamente analizzato da Bianchi e Bianco (2006). Secondo i due autori, se si prendono in considerazione i maggiori gruppi non finanziari privati, nell'arco di tempo di cui si è parlato in precedenza, emergono degli aspetti interessanti (tab. 17).

Tabella 17: Ampiezza e profondità dei maggiori 10 gruppi quotati

	1990	2001	2006
n. medio di società quotate per gruppo	6,8	3,4	2,5
n. medio ponderato di società quotate per gruppo	13,9	5,7	2,3
Distanza media dal vertice del gruppo	2,6	2,1	1,6
Distanza media ponderata (1) dal vertice del gruppo	3,0	4,1	1,6

(1) Per la capitalizzazione.

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211. p. 17

Analizzando la profondità e l'ampiezza di questi gruppi, si può notare che entrambe queste caratteristiche sono diminuite in maniera sostanziale. Sia il numero medio di società, sia le distanze dal vertice del gruppo, si dimezzano nel periodo.

Il numero di società quotate appartenenti ai primi dieci gruppi diminuisce da 68 nel 1990 a 24 nel 2005 (tab. 18). Tra il 1990 e il 2001, tutti i gruppi sono calati in termini di larghezza, anche se la riduzione in profondità è stata piuttosto debole e non in tutti i gruppi.

Tabella 18: Posizione delle società quotate nelle 10 maggiori società

Level (1)	1990		2001		2005	
	N. of companies	Capitalization (2)	N. of companies	Capitalization (2)	N. of companies	Capitalization (2)
1 <sup>^</sup>	10	4,4	15	6,9	14	60,6
2 <sup>^</sup>	21	22,6	10	4,1	6	16,9
3 <sup>^</sup>	27	47,7	3	9,4	4	22,4
4 <sup>^</sup>	9	21,7	3	31,4	-	-
5 <sup>^</sup>	1	3,6	3	48,2	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>68</b>	<b>100,0</b>	<b>34</b>	<b>100,0</b>	<b>24</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Bianchi M. e Bianco M. (2006) Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?. Finance Working Paper (144). p. 30

La riduzione nel numero medio di società quotate per gruppo (da 6,8 a 3,4) è stato più pronunciato per i gruppi più grandi (se i dati fossero per capitalizzazione la riduzione sarebbe da 13,9 a 5,7). Per quanto riguarda la distanza delle imprese quotate dal vertice della catena è diminuito da 2,6 a 2,1, con alcune eccezioni: nel 2001 le piramidi verticali erano ancora comuni in pochi gruppi di grandi dimensioni, risultante in un aumento medio della profondità in termini ponderati (da 3,0 o 4,1). Negli anni precedenti al 2001, le privatizzazioni di alcuni grandi società, realizzate attraverso la dispersione del controllo nel mercato, ha creato l'opportunità di prendere il controllo di quelle società da alcuni gruppi quotati esistenti, che in questo modo, allungavano la loro struttura. Tra il 2001 e il 2005, la profondità dei gruppi è diminuita più che nei precedenti periodi, in particolare nei gruppi più larghi, mentre la larghezza ha continuato a ridursi, ma in maniera inferiore. Il numero medio

di società quotate per gruppo è diminuito di circa il 30% (da 3,4 a 2,4), mentre la diminuzione della profondità è accelerata (da 2,1 a 1,6) e si estende anche ai gruppi più larghi (la media pesata cade da 4,1 a 1,6). L'evoluzione mostrata riflette i differenti fattori economici che hanno portato la struttura dei gruppi quotati verso una formazione più concentrata e semplificata. Questo cambiamento secondo Bianco e Bianchi, sarebbe guidato da due diversi periodi. In un primo periodo, si è assistiti ad una riduzione della diversificazione all'interno di questi gruppi. Nel secondo periodo, proprio l'apertura del mercato italiano agli investitori stranieri, ha causato una pressione competitiva tale da scoraggiare l'utilizzo di queste strutture.

### 5.3.1 Le piramidi dopo il 2010

Riassumendo quanto detto nel capitolo precedente è evidente come le strutture piramidali si siano ridimensionate nel periodo considerato. Il cambiamento comprende un calo del fenomeno, con una diminuzione sia del numero dei livelli sia del numero delle società coinvolte. La diminuzione di questo fenomeno non sembra essere tuttavia dovuta ad un cambiamento negli aspetti normativi, come abbiamo visto nel capitolo precedente, ma più che altro da un cambiamento di natura competitiva secondo l'interpretazione di Bianchi e Bianco. Come accennato precedentemente, l'apertura del mercato italiano all'investimento estero, sembra essere stato uno dei promotori principali di questo calo nelle strutture piramidali. Da una parte l'investimento estero infatti, riuscirebbe a compensare una delle problematiche che hanno portato alla creazione delle strutture piramidali: la ricerca di fondi. L'investimento, da parte di fondi stranieri, sembrerebbe aver creato la pressione competitiva in grado di far abbandonare a molte società questo modello nei primi anni 2000'. Si vedrà in questo capitolo, se questo calo, nell'utilizzo di queste strutture è continuato ed in quale misura, e se le recenti riforme sulle parti correlate abbiano impattato sulla modifica di queste strutture.

I dati provenienti da Consob (2017), sembrano confermare il trend decrescente di questo tipo di struttura. Nel 1998, le società che non appartenevano a nessun gruppo piramidale erano il 56% circa, mentre nel 2016 questa percentuale è salita fino ad arrivare all'80%. Sempre nel 2016, il 16,5% fa parte di un gruppo verticale o un gruppo orizzontale;

parallelamente è anche calata la percentuale sul valore di mercato che ora si attesta intorno al 44%. Nel 1998, le strutture piramidali o verticali secondo Consob corrispondevano al 39% delle società, corrispondenti al 78% del capitale sul mercato. Le società appartenenti a gruppi orizzontali erano circa il 5% nel 1998, mentre nel 2016 corrispondono soltanto a circa l'1%. I precedenti dati sono rappresentati nella seguente figura (tab. 19).

Tabella 19: Formazioni piramidali nelle società quotate italiane

	horizontal group	pyramidal group		mixed group			stand-alone companies		
		of which: parent company	subsidiary	of which: parent company	subsidiary	horizontal structure			
number of companies <sup>1</sup>									
1998	5.1	36.1	13.4	22.7	2.8	0.5	1.9	0.5	56.0
2010	4.4	15.6	6.7	8.9	4.4	1.1	1.9	1.5	75.6
2011	5.4	16.2	6.2	9.2	4.6	1.2	1.9	1.5	73.8
2012	3.2	17.1	6.8	10.4	4.4	1.2	2.0	1.2	75.3
2013	3.3	15.2	6.1	9.0	6.1	2.0	2.5	1.6	75.4
2014	3.4	14.7	6.7	8.0	6.3	1.7	2.5	2.1	75.6
2015	0.9	13.7	6.4	7.3	6.4	1.7	2.6	2.1	79.1
2016	0.9	13.0	6.1	7.0	5.2	1.3	2.2	1.7	80.9

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 13

Il costante declino nel grado di separazione tra proprietà e controllo è confermato da alcuni indicatori, che si erano già visti in precedenza, come il numero di società nei gruppi, la leva, e il peso. Nel 2016, come si può vedere in figura il numero medio di società appartenenti ad un gruppo piramidale si attesta intorno a 2,8. La leva media è scesa fino a 1,7, mentre il peso ha avuto un chiaro declino arrivando fino al 13,6% (tab. 20).

Tabella 20: Separazione tra proprietà e controllo nelle società quotate italiane, appartenenti ad un gruppo piramidale:

	companies belonging to pyramidal or mixed groups			leverage <sup>1</sup>			wedge <sup>2</sup>		
	mean	min	max	mean	min	max	mean	min	max
1998	3.3	2.0	6.0	3.5	1.0	24.7	24.2	0.0	70.8
2010	2.9	2.0	5.0	1.9	1.0	6.5	16.8	0.0	65.7
2011	3.1	2.0	5.0	2.2	1.0	11.6	17.1	0.0	65.7
2012	3.1	2.0	5.0	2.3	1.0	13.0	17.9	0.0	65.7
2013	3.1	2.0	5.0	2.3	1.0	15.1	16.9	0.0	65.7
2014	2.9	2.0	5.0	1.8	1.0	6.8	15.9	0.0	66.3
2015	2.8	2.0	5.0	1.6	1.0	4.2	12.8	0.0	51.5
2016	2.8	2.0	5.0	1.7	1.0	5.8	13.6	0.0	49.7

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 13

Il trend decrescente di queste strutture è continuato dunque anche negli anni successivi al 2010. Progressivamente dunque, sono diminuiti ancora sia il numero di società mediamente facenti parte di queste strutture sia la percentuale di società totali, nonché il loro peso sulla capitalizzazione di mercato. Contemporaneamente anche la leva è stata quasi dimezzata. Concludendo la trattazione del capitolo precedente, si può affermare che il fenomeno delle strutture piramidali ha subito un declino piuttosto lineare, dalle prime misurazioni degli anni 90' fino ai giorni nostri. Come detto precedentemente sembra che ciò sia stato perlopiù dovuto alle forze di mercato piuttosto che agli interventi dei legislatori. Non è tuttavia così semplice scindere i due contributi, da una parte come si è detto precedentemente l'apertura al mercato estero ha favorito l'abbandono di queste strutture. Non bisogna tuttavia dimenticare che anche l'intervento dei legislatori ha contribuito, come spiegato nei capitoli precedenti, in primis, ad aumentare la protezione verso gli investitori. Secondo quanto visto da La Porta (1997-2000), una povera protezione verso gli investitori, porterebbe le società verso la concentrazione di proprietà e dunque verso un utilizzo di queste strutture. La diminuzione dei benefici privati del controllo, risultato emerso dalle ricerche di Ivashenko e Brooks (2008), potrebbe essere il risultato di una politica improntata su una maggiore protezione verso gli investitori. Come risultato, anche il calo di questo tipo di benefici, renderebbe sicuramente meno appetibile l'utilizzo di queste strutture. Sembrerebbe dunque auspicabile che più fattori abbiano generato un simile risultato. Nel complesso dunque, grazie a questi fattori, la struttura per garantire il controllo più diffusa nel nostro paese ha subito un drastico ridimensionamento negli ultimi trent'anni.

## 5.4 Patti parasociali

Il tema dell'accordo tra azionisti è un altro dei temi particolarmente importanti nel nostro paese per quanto riguarda la separazione tra proprietà e controllo. Come uno degli strumenti per garantire il controllo più utilizzato nel nostro paese, si è visto nei capitoli precedenti come lo sviluppo ed il cambiamento di questa struttura sia in parte legato anche al calo delle strutture piramidali. In questo capitolo, si cercherà dunque, di entrare nel merito della questione, per verificare se effettivamente questo meccanismo sia cresciuto nei primi anni 2000' e se questa crescita è continuata fino ai giorni nostri o si è arrestata.

Lo studio di Bianchi e Bianco (2009), afferma che già prima degli anni 90' il peso delle coalizioni fosse abbastanza rilevante. In quell'anno circa il 20% della capitalizzazione di mercato era controllata da società in cui erano presenti accordi tra azionisti. Se si prende in considerazione il periodo di tempo compreso tra il 1990 e il 2005 si può osservare che i fenomeni dei patti di sindacato, coalizioni informali e nel complesso di società controllate da coalizioni sono aumentate (tab. 21).

Tabella 21: Società quotate controllate da coalizioni

	N. società					Capitalizzazione				
	1990	1998	2001	2003	2005	1990	1998	2001	2003	2005
Patti di sindacato	5,0	11.0	10.9	12.3	10.9	18,1	7.4	11.5	15.1	16.9
Coalizioni informali	5,9	16.1	18.4	20.0	23.5	1,0	38.8	16.1	19.4	29.9
Società controllate da coalizioni	10.9	27.1	29.3	32.3	34.5	19.1	46.2	27.6	34.5	46.8
di cui: cooperative	–	4.6	4.0	3.5	3.1	–	3.1	2.3	3.6	3.8

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211.

Il numero di società è aumentato in tutti e tre i casi, mentre in termini di capitalizzazione solo quella dei patti di sindacato è diminuita di due punti percentuali. Il peso delle coalizioni informali e quello delle società controllate da coalizioni è invece aumentato. Nel 2005, il

34,5% delle società era controllato da coalizioni, con un peso che si aggirava intorno al 47%. Rispetto al 1990 si può notare dunque un forte cambiamento. Erano prevalentemente le banche rispetto alle società non finanziarie che erano maggiormente controllate da accordi tra investitori (tab. 22).

Tabella 22: Tipologia di settore e coalizione di società controllate da coalizioni

	Banche		Private non finanziarie	
	N. società	Capitalizzazione	N. società	Capitalizzazione
Coalizione di società quotate	18.8	55.6	2.1	19.9
Cooperativa	21.9	10.8	-	-
Coalizione familiare	3.1	1.9	22.1	8.8
Coalizione familiare con altri membri	18.8	20.4	8.2	6.7
<b>Totale</b>	<b>62.5</b>	<b>88.5</b>	<b>32.3</b>	<b>35.4</b>

Fonte: Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211.

Nel 2005 infatti, si osserva che circa un terzo delle società private non finanziarie (32,3%) era controllato da coalizioni, con circa un terzo della capitalizzazione di mercato (35,4%). Per quanto riguarda le banche, questo dato raggiunge quasi i due terzi (62,5%) e quasi il 90% di capitalizzazione (88,5%).

Tramite l'indice di Herindhal<sup>21</sup> è possibile affermare che gli accordi tra investitori, si associano ad una riduzione della concentrazione di proprietà. Ciò è vero, soprattutto per quanto riguarda per le coalizioni formalizzate. Da questo non deriva tuttavia una maggiore contestabilità del controllo, infatti mediamente è sempre presente un azionista nella coalizione, che risulta pivotale, avendo più del 40% dei voti all'interno della coalizione stessa. Secondo Bianco e Bianchi, in totale, nel periodo considerato, le società non finanziarie tendono a diventare pubbliche meno spesso e tendono a mantenere la stabilità del controllo in maniera inferiore attraverso i gruppi piramidali e maggiormente attraverso larghe coalizioni tra individui e/ famiglie, dove spesso sono coinvolte anche le banche. Queste

<sup>21</sup> Indice statistico di concentrazione o di omogeneità, utilizzato per stimare in che modo un bene trasferibile è divisibile tra la popolazione

ultime tendono a diventare pubbliche più spesso ed hanno rafforzato il loro ruolo all'interno delle coalizioni.

Nella trattazione del tema di Intrinsicano (2009), ci viene fornita un'interessante panoramica dei patti parasociali nelle società quotate italiane negli anni tra il 1999 e il 2007, tramite i dati disponibili nell'archivio della Consob (tab. 23). Parallelamente al numero dei patti (da 75 a 130), aumentano anche il numero delle società coinvolte (da 73 a 96). A prima vista dunque appare ovvio che alcune società sono implicate in più di un accordo. Appare altrettanto ovvio che a dispetto di una crescita del fenomeno, in termini di capitalizzazione la percentuale è diminuita negli otto anni di circa il 4% (dal 30% al 26%). La media lungo questo periodo in termini di capitalizzazione di mercato è del 32%, mentre sono coinvolte il 26% di società. Meno di un terzo di questi patti, risulta essere un patto indiretto, cioè accordo di società non quotate controllate invece da società quotate. La restante percentuale, è rappresentata invece da patti diretti.

Tabella 23: Patti parasociali nelle società quotate italiane

Anno	Patti					di cui: Patti diretti			di cui: Patti indiretti		
	Numero patti	Numero società		Capital.		Numero patti	Numero società	Capital.	Numero patti	Numero società	Capital.
		Valore	% mercato	Valore	% mercato						
1999	75	73	21,16%	218.986	30,14%	63	61	183.144	12	12	35.842
2000	90	81	22,50%	210.734	25,75%	71	63	174.745	19	18	35.989
2001	103	86	24,43%	153.371	25,89%	82	67	123.600	21	19	29.771
2002	91	75	25,42%	123.867	27,05%	71	59	98.339	20	16	25.528
2003	93	78	27,96%	186.285	38,22%	67	57	124.223	26	21	62.062
2004	99	81	29,14%	208.408	35,88%	68	57	137.007	31	24	71.401
2005	107	69	24,47%	265.747	39,28%	77	62	187.418	30	7	78.329
2006	118	98	31,51%	300.000	38,54%	75	65	211.672	43	33	88.328
2007	130	96	27,91%	210.972	26,69%	74	62	121.087	56	34	89.885
<b>Media</b>	<b>101</b>	<b>82</b>	<b>26%</b>	<b>208.708</b>	<b>32%</b>	<b>72</b>	<b>61</b>	<b>151.248</b>	<b>29</b>	<b>21</b>	<b>57.459</b>

Fonte: Intrinsicano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 123

Il 2006 risulta essere il periodo in cui il maggior numero di società utilizzava questi accordi (98), mentre il maggior numero di patti è stato toccato nell'ultimo anno preso in considerazione (130 nel 2007). Non bisogna dimenticare che il periodo ha vissuto l'importante fenomeno della privatizzazione delle società pubbliche. Questo potrebbe essere una delle cause dell'esplosione di questo fenomeno negli anni compresi dal 1999 al

2001 che hanno visto il fenomeno dei patti parasociali espandersi a macchia d'olio, aumentando il numero di patti di quindici ogni anno. A dimostrare il nesso tra questi due fenomeni, potrebbe esserci la successiva stabilizzazione di questo meccanismo; il che potrebbe significare, che dopo aver assorbito il fenomeno delle privatizzazioni i patti parasociali si sono stabilizzati per poi crescere anche nei periodi successivi.

Per quanto riguarda la tipizzazione di questi patti, la seguente tabella, trattando i patti diretti, suddivide i patti in quelli di controllo, di blocco e voto (tab. 24).

Tabella 24: Tipologie di patti parasociali diretti nelle società quotate italiane

Anno	Blocco			Voto			Globale			Blocco - Voto			Blocco - Globale			Voto - Globale			Blocco - Voto - Globale		
	Numero patti	Numero società	% cap. mercato	Numero patti	Numero società	% cap. mercato	Numero patti	Numero società	% cap. mercato	Numero patti	Numero società	% cap. mercato	Numero patti	Numero società	% cap. mercato	Numero patti	Numero società	% cap. mercato	Numero patti	Numero società	% cap. mercato
1999	13	13	0,74%	7	7	1,92%	41	40	22,31%	-	-	-	2	1	0,24%	-	-	-	-	-	-
2000	13	12	1,59%	4	4	5,91%	45	43	13,31%	4	2	0,16%	3	1	0,22%	2	1	0,16%	-	-	-
2001	24	22	2,68%	8	7	6,04%	40	34	8,86%	2	1	0,01%	6	2	0,34%	2	1	2,93%	-	-	-
2002	8	8	2,96%	5	5	2,48%	41	38	12,99%	6	3	0,66%	4	2	0,04%	7	3	2,34%	-	-	-
2003	10	10	0,30%	7	6	8,57%	39	36	11,36%	5	3	1,08%	4	2	1,07%	2	1	3,10%	-	-	-
2004	8	8	0,20%	6	6	10,11%	44	39	12,21%	3	1	0,29%	2	1	0,01%	5	2	0,76%	-	-	-
2005	7	7	1,45%	2	2	6,91%	51	46	17,98%	4	1	0,28%	2	1	0,03%	8	4	1,00%	3	1	0,04%
2006	7	7	0,90%	3	3	0,26%	55	52	25,09%	6	1	0,43%	2	1	0,03%	2	1	0,48%	-	-	-
2007	10	9	0,78%	1	1	0,07%	50	48	13,59%	-	-	-	2	1	0,03%	4	2	0,45%	7	1	0,39%
<b>Media</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>1,29%</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4,70%</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>15,30%</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0,42%</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>0,22%</b>	<b>4</b>	<b>2</b>	<b>0,01</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>0,22%</b>

Fonte: Intrisano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 124

La maggior parte di questi accordi, risulta essere di tipo globale, cioè quei patti che comprendono sia clausole di voto che di blocco. Meno utilizzati sono i patti di blocco, e in misura ancora inferiore, quelli di voto.

La seguente tabella, ci permette invece, di cogliere le differenze con i patti indiretti (tab. 25).

Tabella 25: Tipologie di patti parasociali indiretti nelle società quotate italiane

<i>Anno</i>	<b>Blocco</b>			<b>Voto</b>			<b>Globale</b>		
	Numero patti	Numero società	% mercato	Numero patti	Numero società	% mercato	Numero patti	Numero società	% mercato
1999	1	1	0,19%	2	2	0,23%	9	9	4,52%
2000	1	1	0,30%	2	3	0,02%	16	15	4,08%
2001	2	2	0,27%	3	3	0,03%	16	14	4,72%
2002	1	1	0,31%	3	3	0,12%	17	15	5,53%
2003	1	1	0,32%	3	3	0,09%	22	17	12,45%
2004	1	1	0,35%	4	4	0,11%	26	19	11,84%
2005	2	2	0,43%	6	5	0,24%	22	18	11,09%
2006	2	2	0,44%	8	4	1,50%	33	23	10,56%
2007	16	6	0,75%	7	7	2,30%	33	26	10,81%
<b>Media</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0,37%</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>0,52%</b>	<b>22</b>	<b>17</b>	<b>8,40%</b>

Fonte: Intrisano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 125

Anche in questo caso, gli accordi di tipo globale, risultano i più diffusi. Tuttavia, in questo caso, sono i patti di voto ad essere più utilizzati di quelli di blocco (quattro contro tre).

Prendendo ora in considerazione, i patti controllo, ovvero quei patti che permettono di mantenere il controllo all'interno delle società, questi risultano essere 48 alla fine del 2007 (tab. 25). Rispetto all'inizio del periodo il loro numero è aumentato di dieci unità (erano 38 nel 1999). La percentuale di società, in cui figuravano patti di controllo ha avuto una crescita, dato che nel 1999 erano l'11% le società coinvolte nel mercato. Questa percentuale si era stabilizzata, tuttavia, già attorno al 2002 (16%-17%). La capitalizzazione di mercato non è cresciuta, è rimasta infatti stabile (17% nel 1999 e 16%). Da notare, tuttavia, è che questa percentuale era cresciuta costantemente fino al 2006 raggiungendo il 28%, per poi subire una picchiata proprio nell'ultimo anno di dodici punti percentuali. Questa flessione, è la conseguenza di due effetti inversi fra di loro. Lo scioglimento di alcuni patti importanti, ha avuto come effetto quello di controbilanciare la nascita di nuovi accordi in quell'anno. Si parla infatti, per esempio, di quelli di San Paolo, Banca Intesa e Capitalia, che hanno avuto un peso importante nel calcolo della capitalizzazione. Anche nel caso dei patti di controllo, la maggior parte, risulta far parte di un patto diretto, in questo caso 30 su 48, la restante parte risulta essere di patti indiretti.

Tabella 25: Patti di controllo nelle società quotate italiane

Anno	Patti di controllo				di cui: Patti diretti				di cui: Patti indiretti			
	Numero società		Capitalizzazione		Numero società		Capitalizzazione		Numero società		Capitalizzazione	
	Valore	% mercato	Valore	% mercato	Valore	% mercato	Valore	% mercato	Valore	% mercato	Valore	% mercato
1999	38	11%	123.058	17%	28	8%	88.947	12%	10	3%	34.111	5%
2000	46	13%	128.125	16%	31	9%	94.703	12%	15	4%	33.422	4%
2001	47	13%	100.160	17%	31	9%	72.119	12%	16	5%	28.041	5%
2002	47	16%	67.705	15%	31	11%	42.048	9%	16	5%	25.657	6%
2003	48	17%	121.998	25%	29	10%	61.173	13%	19	7%	60.825	12%
2004	48	17%	149.792	26%	28	10%	80.917	14%	20	7%	68.875	12%
2005	46	16%	173.569	26%	29	10%	100.255	15%	17	6%	73.314	11%
2006	56	18%	215.703	28%	33	11%	132.613	17%	23	7%	83.089	11%
2007	63	18%	130.248	16%	34	10%	45.028	6%	29	8%	85.221	11%
<i>Media</i>	<i>48</i>	<i>16%</i>	<i>134.484</i>	<i>20,0%</i>	<i>30</i>	<i>10%</i>	<i>79.756</i>	<i>12%</i>	<i>18</i>	<i>6%</i>	<i>54.728</i>	<i>8%</i>

Fonte: Intrinsicano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 126

Dai dati ottenibili da Marchini e Lugli (2013), possiamo ottenere un quadro degli accordi tra gli azionisti nel 2010. Secondo il loro studio, in quell'anno, tra le società quotate nella borsa

Tabella 26: Società quotate con accordi tra azionisti nel 2010

N of listed companies on 30.04.2010	%	Share Capitalisation of listed companies on 30.04.2010 (in million of €)	%
283		438.888,94	
N. of listed companies with shareholders agreements on 30.04.2010		Share Capitalisation of listed companies with shareholders agreements on 30.04.2010 (in milion of €)	
100	35,34%	130.340,41	29,70%

Fonte: Marchini P. L. e Lugli E. (2013) *The Shareholders Agreements: Typologies, Diffusion and Influence on Corporate Governance of Italian Listed Companies*. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(2), pp. 51-57.

italiana (283), cento di esse avevano dichiarato l'esistenza di accordi tra investitori, che avessero come obiettivo diretto o indiretto i diritti di voto o il trasferimento di azioni (tab. 26). Come si può osservare queste società rappresentavano il 35,34% del totale delle società quotate, circa il 30% della capitalizzazione del mercato.

Attraverso questo studio è anche possibile determinare quali settore sono maggiormente influenzati da questi accordi (tab. 27).

Tabella 27: Accordi tra azionisti per settore

	Sector	Total companies for sector	Shareholders agreements for sector	%	Capitalization for sector
1	GOODS	49	15	30,61%	42.038,37
2	CHEMICAL	5	1	20,00%	655,14
3	ENERGY	6	0	0,00%	83.995,79
4	FINANCE	60	31	51,67%	152.636,86
5	INDUSTRY	65	20	30,77%	40.287,86
6	WEALTH	7	2	28,57%	4.449,27
7	CONSUMER SERVICES	31	9	29,03%	18.669,69
8	PUBLIC UTILITIES	19	11	57,89%	72.579,32
9	TECHNOLOGY	20	9	45,00%	1.968,25
10	TELECOMMUNICATIONS	6	2	33,33%	20.892,18
11	OTHER	15	0	0,00%	716,21
		283	100	32,69%	438.888,94

Fonte: Marchini P. L. e Lugli E. (2013) The Shareholders Agreements: Typologies, Diffusion and Influence on Corporate Governance of Italian Listed Companies. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(2), pp. 51-57.

Appare evidente che alcuni settori come quello energetico, quello chimico o quello indicato come “altri”, non sembrano particolarmente soggetti al proprio interno alla formazione di accordi tra azionisti. In altri settori, in particolare quello finanziario, tecnologico e in quello dei servizi pubblici, gli accordi tra azionisti hanno un grande peso (rispettivamente del 51%, 58% e 45%). Per quello tecnologico e dei servizi pubblici la motivazione potrebbe risiedere negli investimenti ad alta intensità di capitale e con lunghi periodo di ritorno economico che li caratterizzano. Di conseguenza, sembra che un accordo tra azionisti, possa suggellare e stabilizzare la struttura di proprietà nel lungo periodo. Per quanto riguarda il settore finanziario è possibile analizzarne i vari sotto-settori (tab. 28). In questa analisi risulta essere il sotto-settore delle compagnie assicurative (62,50%) ad essere quello in cui gli accordi tra investitori sono maggiormente diffusi. A seguire, i sotto-settori dei servizi finanziari (57,14%) e delle banche (50%), ed infine quello delle società immobiliari (36,36%). L’alta presenza di coalizioni nei primi tre sotto-settori può essere spiegato secondo Marchini e Lugli dall’alta presenza di azioni possedute da altre compagnie, il cui management ha bisogno di accordi stabili per fornire chiare indicazioni alle società controllate.

Tabella 28: Accordi tra azionisti nel sotto-settore finanza

	Sub-sector Finance	Total companies for sub-sector Finance	Shareholders agreements for sub-sector	%
1	INSURANCE COMPANIES	8	5	62,50%
2	BANKS	20	10	50,00%
3	REAL ESTATE COMPANIES	11	4	36,36%
4	FINANCIAL SERVICES	21	12	57,14%
		60	31	51,50%

Fonte: Marchini P. L. e Lugli E. (2013) The Shareholders Agreements: Typologies, Diffusion and Influence on Corporate Governance of Italian Listed Companies. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(2), pp. 51-57.

#### 5.4.1 Il declino dei patti come strumento per garantire il controllo

Nel capitolo precedente si è visto come gli accordi tra azionisti siano effettivamente cresciuti in ogni loro aspetto dalle prime misurazioni effettuate nei primi anni 90'. Questo meccanismo è diventato preferenziale rispetto alla struttura piramidale, come meccanismo per mantenere il controllo, per motivazioni soprattutto di tipo economiche e di mercato. Il numero e il peso di questi patti è, dunque, aumentato almeno fino al 2010. Da questo punto di vista sembra che l'iter di divulgazione e il tentativo della Legge Draghi di indebolire i patti di controllo non abbiano raccolto i risultati sperati. Non bisogna tuttavia dimenticare che il processo di privatizzazione delle società pubbliche ha sicuramente svolto un ruolo essenziale nella crescita di questo fenomeno. Il processo di trasformazione da imprese pubbliche a private ha portato alla formazione di gruppi di comando piuttosto instabili e la diretta conseguenza era la formazione di coalizioni, spesso e in maggior numero informali. A testimonianza di questo processo, la crescita del numero ma soprattutto nella capitalizzazione in quegli anni. Non si può tuttavia giudicare gli interventi dei legislatori nel processo riformatore come ininfluenti; essi sono stati necessari per dare un ordine ad un

tipo di meccanismo che precedentemente non aveva una disciplina. La Legge Draghi e gli altri interventi normativi che sono avvenuti in seguito hanno regolato molti aspetti di questo fenomeno, rendendolo più trasparente e proteggendo in questo modo gli azionisti di minoranza. Si vedrà in questo capitolo che la situazione dal 2010 in poi, non ricalca lo sviluppo fatto da questa struttura negli anni precedenti.

La figura e la tabella mostrano un quadro diverso da quello che ci si sarebbe aspettato osservando il percorso di queste strutture precedentemente (tab. 29). Questo report della Consob, prende in considerazione gli accordi che sono utilizzati per mantenere il controllo all'interno delle società. Quello che si può osservare, in questo caso, è un calo sostanziale dell'utilizzo delle coalizioni come strumenti per garantire il controllo. Si può notare, in maniera concorde con gli studi presentati precedentemente, che nel salto dal 1998 al 2010, l'utilizzo degli accordi tra azionisti, come strumento per garantire il controllo, è quasi raddoppiato (da ventotto società a cinquantuno). Il fenomeno, assume tuttavia una tendenza diversa dal 2010 in poi. Sembra infatti che con il procedere degli anni sempre meno società utilizzino questa struttura come strumento per separare la proprietà dal controllo.

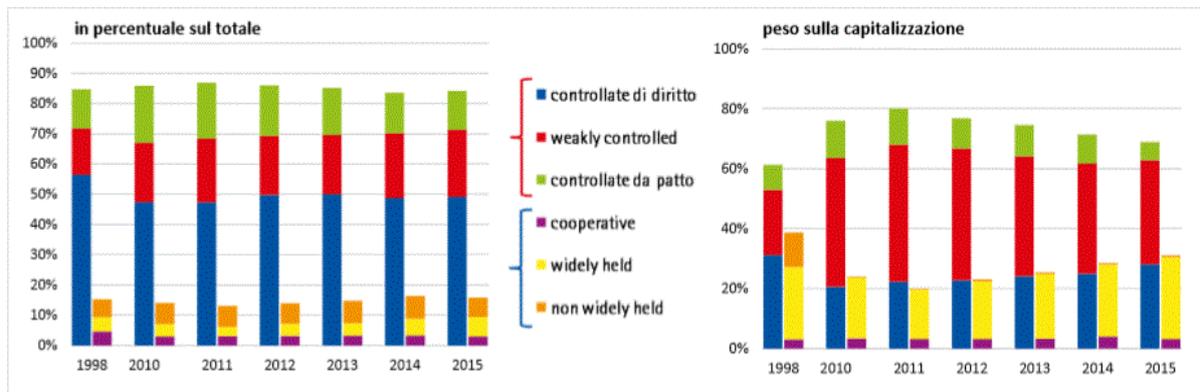
Tabella 24: Modelli di controllo nelle società quotate italiane

	controlled companies						non-controlled companies						total	
	majority controlled <sup>1</sup>		weakly controlled <sup>2</sup>		controlled by a shareholders' agreement <sup>3</sup>		cooperative companies		widely held <sup>4</sup>		non-widely held <sup>5</sup>		no.	% market cap <sup>6</sup>
	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>	no.	% market cap <sup>6</sup>		
1998	122	31.2	33	21.8	28	8.3	10	3.1	10	24.1	13	11.5	216	100.0
2010	128	20.6	53	43.0	51	12.4	8	3.4	11	20.3	19	0.3	270	100.0
2011	123	22.3	55	45.8	48	12.0	8	3.2	8	16.4	18	0.3	260	100.0
2012	125	22.8	49	44.0	42	10.1	8	3.2	10	19.2	17	0.7	251	100.0
2013	122	24.1	48	40.1	38	10.4	8	3.3	10	21.6	18	0.5	244	100.0
2014	116	25.0	51	36.8	32	9.6	8	4.0	13	24.0	18	0.5	238	100.0
2015	115	28.1	52	34.8	30	6.0	7	3.2	15	27.3	15	0.6	234	100.0
2016	116	27.2	53	43.6	29	6.5	4	1.3	14	20.6	14	0.7	230	100.0

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 9

Il fenomeno è reso anche visivamente dalla figura 19, che prende in considerazione le varie tipologie di controllo fino all'anno 2015.

Figura 19: Il controllo nelle società quotate italiane fino al 2015



Fonte: Consob (2017) *Gli sviluppi della governance tra impulsi normativi e attivismo degli investitori istituzionali: le evidenze del rapporto Consob*, a cura di: Linciano N., Ciavarella A. e Signoretti R., Milano, p. 6.

Dalle 51 società che, nel 2010, detenevano il controllo attraverso accordi tra investitori, si assiste negli anni successivi ad un lento ma costante declino nell'utilizzo di questa struttura. A fine 2016, solo 29 società, quasi la metà rispetto a sei anni prima, detengono ancora il potere attraverso accordi tra investitori. Anche la capitalizzazione delle società in cui figurano ancora questi patti, praticamente si dimezza (dal 12,4% del 2010 al 6,5% nel 2016), coerentemente con il calo nel numero delle società. Da questo punto di vista il fenomeno sembra essere tornato a livelli di capitalizzazione e numero di società simili a quelli del 1998, prima dell'ondata di privatizzazioni. Al contrario, è aumentato il numero di società a proprietà dispersa, che da 11 che erano nel 2010, nel 2016, aumentano il loro numero di tre unità.

Il fenomeno della crescita delle coalizioni tra azionisti in realtà aveva frenato la propria crescita già negli anni immediatamente precedenti al 2010. Non è semplice individuare i fattori di complicità di questa frenata e il ridimensionamento successivo, ma è possibile affermare che, come visto per le piramidi societarie, la ricerca di capitale finanziario ha svolto un ruolo essenziale. Indubbiamente il processo di liquidazione delle partecipazioni di alcune importanti banche, ha influito in questo fenomeno. Il periodo immediatamente successivo ha visto la fine di alcuni patti importanti, come quello di Pirelli, Rcs e Benetton; altri patti sono stati riformulati a fondo. Risulta auspicabile pensare che il sempre maggiore avvicinamento all'investimento estero e l'aumento delle società a proprietà dispersa, si concili maggiormente con un modello di società maggiormente contendibili, portando quindi ad un sostanziale allontanamento da questo meccanismo per garantire il controllo.

Interessante, dovrebbe essere, svolgere ulteriori studi in futuro per verificare questa ipotesi e osservare se effettivamente questo fenomeno è destinato a calare ancora oppure la diminuzione degli ultimi anni è stata una flessione temporanea di questo fenomeno.

## 5.5 Dual class shares

Secondo lo studio di Bianco e Bianchi (2009), nel 1990, le azioni con diritti di voto limitato o senza diritto di voto avevano una diffusione piuttosto larga nel nostro paese. In quell'anno infatti il 39% delle società emetteva azioni di risparmio o privilegiate, che avevano un peso sulla capitalizzazione di circa il 14,4%. Gli anni successivi, tuttavia, sono stati testimoni di una sostanziale diminuzione di questo fenomeno, dovuto in parte ad uno scarso apprezzamento da parte degli investitori, causato da una povera tutela degli azionisti di minoranza. Nel 2007, infatti, solo l'11% delle società utilizzava ancora questo tipo di struttura, con un peso sulla capitalizzazione pari al 36%.

Una delle cause di questa diminuzione è da ricercare nell'ondata di "unificazioni", che come detto precedentemente per quanto riguarda l'Europa, ha avuto anche l'Italia come protagonista. Lo studio di Bigelli e al. (2006), ha preso in considerazione tutti i tentativi di unificazione attuate dalle società italiane quotate, da quando le azioni senza diritto di voto furono introdotte nel 1974. Quello che emerge furono 46 differenti tentativi, provenienti da 41 diverse società. Il dato interessante è che 32 di queste sono avvenute dopo il 1998, e la metà negli anni compresi tra il 1998 e il 2001. Secondo Bigelli, a prima vista le unificazioni italiane non differiscono da quelle europee. Sono anch'esse caratterizzate dalla presenza di un azionista di maggioranza che possiede più del 50% dei voti ed è tipicamente una famiglia. Quanto emerge è che, tuttavia, la decisione di unificare le classi di azioni deriva da fattori unici e territoriali: un forte calo del tasso di interesse ed un corrispondente innalzamento del rendimento minimo delle azioni senza diritto di voto; un'opportunità per gli insider dopo l'annuncio dell'unificazione di appropriarsi dei voti degli azionisti di minoranza. In generale l'unificazione non sembra aver cambiato sostanzialmente il valore della società. Tuttavia

conclusioni importanti sono state tratte per quanto riguarda il comportamento degli azionisti di maggioranza. Sembra infatti che essi traggano vantaggio da questa unificazione in diversi modi: comprando pacchetti rilevanti di azioni senza diritto di voto, vendendo azioni con diritto di voto o approvando piani di stock option pochi mesi prima dell'annuncio. Dallo studio di Bigelli, le evidenze generali dimostrano, quindi, che il fenomeno delle unificazioni italiane è un'ulteriore forma utile per espropriare gli azionisti di minoranza.

Al di là di queste peculiarità del mercato italiano, rimangono vere anche alcune affermazioni fatte, ed anticipate nei primi capitoli, tratte dagli studi che prendono in considerazione le unificazioni europee. Come detto precedentemente, l'unificazione porta benefici in termini di mercato e in termini di ricerca del capitale. Da una parte vista, come un impegno per ridurre la deviazione dei profitti, è anche vista come un segnale di una corporate governance migliorata, ma soprattutto riesce a migliorare il riconoscimento degli investitori. A dimostrazione di questo, le società con le azioni unificate fanno maggior leva sul capitale azionario, mentre quelle che usufruivano ancora di più classi di voto, utilizzavano maggiormente il debito e gli utili non distribuiti. Anche in questo caso, sembra che le motivazioni di mercato, più che motivazioni normative, abbiano guidato queste unificazioni. Le società con una sola classe di voto, sembrano adattarsi maggiormente alle richieste del mercato.

Anche secondo lo studio di Carmelo Intrisano (2009), che prende in considerazione il periodo tra 1999 e il 2007, il fenomeno del dual class shares subisce un lento declino negli anni presi

in considerazione. La figura seguente permette di osservare questa diminuzione lungo il periodo (tab. 25).

Tabella 25: Società dual class nelle società quotate italiane

Anno	Società <i>dual class</i>		Mercato		Incidenza società <i>dual class</i>	
	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.	Numero	Capitalizz.
1999	75	357.725	345	726.566	21,74%	49,24%
2000	63	353.353	360	818.384	17,50%	43,18%
2001	57	247.533	352	592.319	16,19%	41,79%
2002	56	188.426	295	457.992	18,98%	41,14%
2003	48	204.232	279	487.446	17,20%	41,90%
2004	46	236.107	278	580.880	16,55%	40,65%
2005	44	261.139	282	676.606	15,60%	38,60%
2006	41	292.423	311	778.501	13,18%	37,56%
2007	37	284.239	344	790.500	10,76%	35,96%

Fonte: Intrisano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 99

Una prova tangibile, è possibile osservarla dalle ultime due colonne, che rappresentano in percentuale il numero di società e la capitalizzazione. Il numero di società passa dal 21,74% al 10,76%, mentre la capitalizzazione da 49,24% al 35,96%. In generale il numero di società che nel 1999 presentavano una struttura dual class era di 75 mentre nel 2007 solo 37 società presentano ancora questo tipo di struttura. Lo studio si spinge inoltre a studiare le tipologie di azioni italiane. La flessione ha interessato maggiormente le società con una struttura azionaria composta da azioni ordinarie ed azioni di risparmio, come osservabile in figura (tab. 26). Queste società come si può vedere nella prima colonna, dimezzano sostanzialmente la numerosità, passando da 63 a 31. Questo avviene anche per le società con azioni ordinarie, di risparmio e privilegiate, passando da otto a tre. Una leggera flessione si verifica anche per le società con azioni ordinarie e privilegiate che passano comunque da quattro a tre.

Tabella 26: Società dual class per tipologie di azioni nelle società quotate italiane

Anno	Società con Az. Ord. e Az. Risp.			Società con az. Ord. e Az. Priv.			Società con Az. Ord., Az. Risp., Az. Priv.		
	Numero	Capitalizz.	Inc. Cap.	Numero	Capitalizz.	Inc. Cap.	Numero	Capitalizz.	Inc. Cap.
1999	63	321.907	44,31%	4	1.813	0,25%	8	34.006	4,68%
2000	57	334.445	40,87%	3	1.461	0,18%	3	17.447	2,13%
2001	52	235.090	39,69%	2	10.333	1,74%	3	2.110	0,36%
2002	50	173.713	37,93%	3	10.879	2,38%	3	3.833	0,84%
2003	41	171.759	35,24%	3	18.133	3,72%	4	14.341	2,94%
2004	40	204.872	35,27%	3	19.235	3,31%	3	12.000	2,07%
2005	38	215.039	31,78%	3	27.185	4,02%	3	18.915	2,80%
2006	35	253.728	32,59%	3	8.452	1,09%	3	30.243	3,88%
2007	31	253.180	32,03%	3	7.583	0,96%	3	23.476	2,97%

Fonte: Intrinsicano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne. p. 101

Riassumendo quanto osservato, sembra che il fenomeno delle dual class lungo il periodo tra il 1999 e il 2007 abbia subito una flessione costante. Questa è dovuta prevalentemente ad operazioni societarie di diversa natura, di cui soltanto una parte di esse ha riguardato la struttura societaria. Secondo Intrinsicano (2009, p 103) dunque “la contrazione registrata complessivamente nelle società dual class nel periodo di riferimento è da spiegare in massima parte con motivi estranei alla struttura azionaria, legati più che altro a processi di merger and acquisition e di destiling”.

#### 5.4.1 Le dual class shares dopo il Decreto Competitività

Un passo importante in questa tematica, come detto nel capitolo, risulta dall’entrata in vigore del Decreto competitività del 2014. L’introduzione delle azioni a voto maggiorato e a voto plurimo è stata osteggiata fino all’introduzione di questo decreto. Le motivazioni dell’opposizione a queste novità sono state innumerevoli, uno tra i sostenitori di questa linea dura contro voto plurimo e voto maggiorato è Luigi Zingales (2014). L’illustre accademico giudica in maniera opaca l’introduzione del voto plurimo. Secondo il suo articolo (Luigi Zingales, 2014, p. 1):

*Di questo passo, teme l'economista, nessuno investirà più in Italia, un Paese dove il Governo favorisce sé stesso (il Tesoro potrebbe introdurre il voto maggiorato in Eni, Enel, eccetera) e il capitalismo di relazione (le fondazioni potrebbero rafforzare i propri diritti di voto nelle banche); in tal modo,*

*conclude, si impedisce il salutare ricambio al vertice delle società quotate, e addio competitività. Nella versione al voto del Senato, la proposta di legge sul voto plurimo delle società quotate non solo assicura che nessun investitore degno di questo nome metta più piede in Italia, ma blocca un salutare ricambio ai vertici del potere economico in Italia. Il decreto legge prevede che gli azionisti di società quotate, che detengono le azioni per almeno 24 mesi, godano di un diritto di voto plurimo. Si tratta di un modo surrettizio per violare la parità degli azionisti.*

Secondo le sue argomentazione questo garantirebbe ad una minoranza la possibilità di imporre la propria volontà a discapito di una grande fetta degli altri azionisti. La manovra dunque, secondo il suo pensiero, finalizzata ad incassare qualche miliardo, propone una manovra che verrebbe considerata miope ed inutile dagli investitori, andando a minare la stessa credibilità del paese. La situazione risulterebbe ancora più delicata per le società già quotate. Riassumendo queste considerazioni, Zingales pensa che gli investitori farebbero fatica a fidarsi del nostro paese se esso cambiasse le leggi in favore di sé stesso.

In contrapposizione alla visione di Zingales si espone Massimo Mucchetti, che prende le difese del voto multiplo. Egli ricorda che prima di tutto se l'Italia introducesse questo tipo di voto, si accoderebbe a quanto fatto già in altri paesi europei, in quanto in gran parte di essi era già stato introdotto da molto tempo. Secondo il suo articolo (Mucchetti, 2014 p. 1):

*Far valere per legge il principio un'azione-un voto aveva un senso riformista quando si moltiplicavano le piramidi societarie puntellate dalle azioni di risparmio. Ma oggi? Sostenere un tale vincolo agitando il fantasma del capitalismo di relazione mi pare ormai funzionale più alla speculazione che alla meritocrazia. La storia dovrà pur insegnare qualcosa. Fiat Industrial e Fiat hanno spostato la sede legale in Olanda, dove hanno adottato il voto maggiorato, senza che nessuno abbia proferito verbo.*

Sulle base di queste parole, l'autore si schiera dunque a favore del voto multiplo. A dispetto dei pareri contrari e quelli a favore, queste novità sono state introdotte; risulta pertanto interessante osservare come gli investitori abbiano recepito queste novità.

A distanza di un anno e mezzo dall'introduzione di questo Decreto, gli emittenti che si sono quotati con una maggiorazione del diritto di voto, risultano 17, mentre una sola società si è quotata con struttura dual class. Nel suo intervento nel dicembre 2015, Giuseppe Vegas, presidente della Consob, si dice soddisfatto dei passi avanti fatti. Secondo quanto affermato in questi interventi, il numero di società quotate con la struttura dual class, crescerà una volta che il mercato IPO si sarà completamente ristabilito. Parlando invece di loyalty shares, afferma che questa innovazione sia positiva, in quanto rappresentano uno strumento per incoraggiare gli investimenti a lungo termine e, di conseguenza, attestano la presenza di investitori stabili che hanno quindi un diretto incentivo a vedere migliorati i propri poteri di monitoring. Secondo Vegas, questo strumento può ridurre la volatilità del prezzo delle azioni e dunque accrescere l'efficienza di mercato. Nei tre anni successivi alla riforma, in totale 33 società hanno modificato il loro statuto introducendo azioni fedeltà, una sola società ancora (divenuta pubblica a seguito di un'operazione di fusione) ha previsto azioni a voto multiplo. Queste imprese sono principalmente società a conduzione familiare, di piccole dimensioni, che rappresentano complessivamente il 7% del valore totale di mercato (tab. 27- 28).

Tabella 27: Loyalty shares e azioni a voto multiplo nelle società quotate italiane, per indice di mercato

	loyalty shares		multiple voting shares	
	no. of companies	% market cap <sup>1</sup>	no. of companies	% market cap <sup>1</sup>
Ftse Mib	1	1.8	---	---
Mid Cap <sup>2</sup>	7	27.4	---	---
Star <sup>2</sup>	18	30.9	1	1.8
other	7	7.8	---	---
<i>total</i>	<i>33</i>	<i>7.4</i>	<i>1</i>	<i>0.1</i>

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 14

Tabella 28: Loyalty shares e azioni a voto multiplo nelle società quotate italiane, per settore

	loyalty shares		multiple voting shares	
	no. of companies	% market cap <sup>1</sup>	no. of companies	% market cap <sup>1</sup>
financial	3	0.2	---	---
industrial	22	11.8	1	0.3
services	8	10.1	---	---
<i>total</i>	<i>33</i>	<i>7.4</i>	<i>1</i>	<i>0.1</i>

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 14

Secondo quanto emerge da un articolo del Sole 24 ore (2016), sembra che queste società che hanno introdotto il voto maggiorato, non abbiano subito particolari penalizzazioni da

parte del mercato. L'articolo si propone a questo punto di indagare, quali potrebbero essere le cause di questa diffidenza iniziale verso la struttura dual class da parte delle imprese. Una prima motivazione dovrebbe risiedere nel fatto che questa struttura, può essere introdotta solamente in società già quotate, mentre la maggiorazione del diritto di voto anche per le quotande. Un'altra motivazione può essere collegata al timore nei confronti delle strutture con voto potenziato da parte dei potenziali investitori. Tali strutture come ampiamente spiegato nei capitoli precedenti renderebbero meno contendibile la società e blinderebbero in questo modo il consiglio di amministrazione. Citando l'articolo (Il Sole 24 ore, p. 1):

*Nel caso delle strutture dual class, inoltre, si pone l'ulteriore disincentivo dettato dal fatto che, in caso di cessione del pacchetto di controllo mediante trasferimento delle azioni non quotate a voto plurimo, l'OPA conseguente potrebbe non consentire ai titolari di azioni ordinarie di beneficiare delle ridistribuzione del premio di maggioranza (in quanto essendo due classi distinte di azioni, salvo diversa disciplina statutaria introdotta volontariamente, l'azionista in possesso di azioni a voto plurimo potrebbe vendere il pacchetto di controllo senza condividere con le minoranze il premio implicito, in quanto il prezzo d'OPA per le azioni ordinarie sarebbe calcolato solo con riferimento alla media dei prezzi di mercato della categoria ordinaria).*

In definitiva, tuttavia, l'articolo afferma che queste preoccupazioni, possono essere risolte, combinando, in futuro, diversi meccanismi di tutela statutaria. Questi strumenti di tutela, dovrebbero garantire le esigenze di guida da parte di un fondatore illuminato, con le esigenze di tutela dei soci di minoranza.

Per quanto riguarda, più in generale le società che emettevano azioni senza diritto di voto, si era lasciata la sezione precedente con un declino sostanziale di queste struttura; questo calo è continuato anche negli anni successivi al 2010. Il numero delle società in cui figurano azioni senza diritto di voto sono solamente 18 nel 2016 (tab. 29), da 37 che erano nel 2010 ed addirittura dalle 70 che erano nel 1998. Questo numero si è ridotto persino ad un decimo dal 1992, dove erano 120 le società in cui erano presenti azioni senza diritto di voto. Le azioni di risparmio si dimezzano dal 2010 (anno in cui figuravano in 36 società), scompaiono inoltre le azioni privilegiate. Coerentemente con il declino del numero delle società dual class, cala

anche la capitalizzazione di mercato, del 5 % nel 2016, mentre era il 7% nel 2010 ed era quasi il doppio nel 1998 (9,4%).

Tabella 29: Società quotate italiane che emettono azioni senza diritto di voto

	savings shares			preference shares			all non-voting shares		
	no.	weight <sup>1</sup>	% share capital <sup>2</sup>	no.	weight <sup>3</sup>	% share capital <sup>4</sup>	no.	weight <sup>5</sup>	% share capital <sup>6</sup>
1992	104	36.9	10.8	25	8.9	3.2	120	42.6	14.0
1998	69	31.9	8.2	10	4.6	1.1	70	32.4	9.4
2010	36	13.3	5.3	5	1.8	1.7	37	13.7	7.0
2011	36	13.8	5.5	6	2.3	1.5	37	14.2	7.0
2012	31	12.3	4.7	3	1.2	0.2	32	12.6	4.9
2013	27	11.1	4.9	1	0.4	0.2	28	11.5	5.1
2014	22	9.2	3.6	1	0.4	0.1	23	9.7	3.8
2015	19	8.1	3.6	0	—	—	19	8.1	3.6
2016	18	7.8	5.0	0	—	—	18	7.8	5.0

Fonte: Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini. p. 13

Da quanto si può desumere dalle trattazioni di questi ultimi due capitoli, è evidente che le dual class shares sono calate vistosamente. Da una delle strutture più utilizzate nel nostro paese, nell'anno 2016 contano meno di un decimo delle società che le emettevano poco più di venti anni prima. Anche qui, non è semplice andare a ricercare le cause di questo fenomeno, ma come si era visto per il grande periodo di unificazioni italiane, sembra che questa struttura non soddisfi più le esigenze di un mercato sempre più improntato sull'investimento estero e sulla contendibilità del controllo. La regola one share-one vote sembra applicarsi meglio alle esigenze economiche delle aziende ed è per questo motivo che le società decidono di tornare in un numero sempre maggiore alla struttura a una classe di voto. Si è visto anche come l'introduzione del voto multiplo non abbia sortito un grande successo, anche se probabilmente è ancora troppo presto per darne un responso definitivo. Ampio risultato ha invece raccolto la maggiorazione del diritto di voto; si è visto che le motivazioni per l'avversione al voto multiplo possono essere varie, tra cui anche quella di una possibile incompatibilità con gli investitori e il fatto non sia possibile per le società già quotate.

## 6. CONCLUSIONI

Arrivando alla fine di questa lunga trattazione sembra utile ripercorrerne i passaggi principali per riassumere quali punti chiave sono stati toccati e se sono stati raggiunti i propositi iniziali. Si è visto inizialmente come il tema centrale di questo elaborato siano tre tipologie di strumenti per la separazione tra proprietà e controllo, strumenti quindi in grado di creare una sproporzione tra voting rights e cash flow rights. I tre strumenti presi in considerazione, sono le strutture più utilizzate per ottenere il fine esposto precedente e mantenere il controllo all'interno delle società: le dual class shares, le coalizioni tra azionisti e le piramidi societarie. I tre capitoli successivi hanno avuto come intento quello di centrare il punto della questione tra proprietà e controllo, si sono ripercorsi i principali studi sulla corporate governance e si sono esposti di conseguenza i due problemi di agenzia derivanti dalla divisione tra proprietà e controllo. Si giunge al punto in cui vengono esposte quali sono le motivazioni della nascita e dell'utilizzo di queste strutture; esse sono in grado, attraverso la separazione tra proprietà e controllo, di esercitare il controllo all'interno di una società, attraverso un utilizzo sproporzionatamente basso di risorse. Da qui, il soprannome, di strumenti per garantire il controllo. Si è visto inoltre, che coloro che assumono una posizione di controllo ottengono una serie di benefici derivanti dalla loro posizione, siano essi pecuniari o non pecuniari, detti benefici privati del controllo, identificabili come la causa remota della ricerca di mantenere il controllo all'interno una società. Un'ampia trattazione, pone a questo punto l'attenzione sugli interventi normativi, come provvedimenti in grado di disciplinare questi meccanismi e in alcuni casi anche impedirli totalmente. La teoria law and finance, afferma che questi interventi legislativi sono importanti; una scarsa protezione degli investitori, secondo queste teorie, può portare alla concentrazione di proprietà e alcuni soggetti possono essere spinti ad utilizzare meccanismi per garantire il controllo come autodifesa per l'insufficiente protezione garantitagli. Un altro filone di pensiero afferma invece che una regolamentazione eccessiva minerebbe troppo la libera scelta degli individui. Esposto quindi il quadro generale di riferimento, i seguenti tre capitoli, sono lasciati alla letteratura inerente a questi strumenti. Sono stati riproposti i principali studi che hanno analizzato i vari aspetti di questi temi. Dall'esame della letteratura è emerso, che essa individua aspetti negativi legati a queste strutture come l'espropriazione degli azionisti di minoranza, forme tunneling e di non

ottimalità sociale. Altresì, vengono individuati, anche aspetti positivi, come il fatto che a volte questi meccanismi, siano collegati ad un miglioramento delle performance o siano in grado di superare alcune frizioni di mercato e fungere come sostituto dell'insufficiente investimento esterno. Esposta ampiamente la letteratura a loro riguardo, si è lasciato spazio ad un capitolo incentrato sulla situazione europea. Questo capitolo ha avuto il proposito, di esporre in quale misura questi strumenti fossero diffusi nel panorama europeo ed esporre alcuni differenti tipi di imposizioni normative che sono state introdotte nei vari stati per regolare questi fenomeni. Un'ampia trattazione del caso italiano, segue il capitolo sulla situazione europea. Per comprendere al meglio la situazione istituzionale e degli assetti proprietari in cui questi meccanismi si sono diffusi nel nostro paese, è stato proposto dei capitoli che descrivessero il processo delle principali riforme della corporate governance e l'evoluzione degli assetti proprietari del paese. Sono stati inoltre esposti i punti legislativi chiave che hanno avuto come protagonisti questi tre meccanismi, osservando in tal maniera come i legislatori si sono progressivamente impegnati in questo senso. Da una parte, quindi, emerge il tentativo di regolare e imporre vincoli di divulgazione, atti a disciplinare questi fenomeni; dall'altra emerge il desiderio di rivoluzionare l'assetto proprietario italiano improntato troppo sulla scarsa contendibilità del controllo, il povero finanziamento estero e la poca competitività a livello internazionale. La conseguenza fu un processo di riforme, che ha avuto come perno centrale la Legge Draghi (1998). Nonostante ciò, a distanza di trent'anni, e a dispetto di alcuni miglioramenti, si è visto come il mercato italiano rimanga ancora con una bassa contendibilità del controllo e con assetti proprietari ancora molto "familiari". Verso altri aspetti, sembra che il processo delle riforme abbia effettivamente aperto le porte al finanziamento estero, costantemente in crescita, ed abbia favorito una crescente diffusione di società a proprietà dispersa. La disciplina e la regolamentazione degli strumenti per separare la proprietà dal controllo, ha permesso di aumentare la protezione verso gli investitori, e come conseguenza di diminuire il premio al controllo, che come si è visto è una misura per misurare i benefici privati del controllo. A questo, punto viene, lasciato spazio alla trattazione di come le strutture piramidali, gli accordi tra investitori e le dual class shares si sono sviluppate e diffuse nel nostro paese. Tutte e tre queste strutture hanno avuto un ruolo di primo piano nel nostro paese, con differenti percorsi, ma un epilogo simile. Le strutture piramidali, per esempio, rappresentavano il sistema più sviluppato in Italia come struttura per mantenere il controllo. Essa ha subito diverse trasformazioni, che

l'hanno portata a ridurre la portata del proprio fenomeno a meno di un terzo di quella che aveva all'inizio degli anni 90', con gruppi che hanno diminuito costantemente la propria dimensione orizzontale e verticale. Contemporaneamente si è assistito ad un fenomeno di crescita degli accordi tra investitori, correlato al calo delle strutture piramidali nei primi anni 2000'. Questo strumento in parte sostituì le piramidi societarie, non più in grado di soddisfare le esigenze di mercato, come strumento per garantire il controllo. A dispetto di quanto si potrebbe pensare, anche gli accordi tra investitori, dopo il 2010, calano in maniera vistosa, come strumento utilizzato per mantenere il controllo. Epilogo simile, subiscono anche le dual class shares, che da strumento di primo piano nei primi anni novanta, dove si contavano 120 società che emettevano azioni senza diritto di voti, vede il numero di società calare a meno di un decimo di quelle che erano nel 1992. Neanche l'introduzione del voto multiplo, tramite il Decreto competitività del 2014, subisce molto successo, con una sola società che decide di approfittare di questa opportunità.

Quello che emerge è che, dunque, tutte e tre questi strumenti si sono ridimensionati e hanno diminuito la loro portata nel corso degli anni, tramite un percorso simile per quanto riguarda le strutture piramidali e le dual class shares, prima crescendo e successivamente calando per quanto riguarda le coalizioni tra azionisti. Non risulta tuttavia facile scindere quali sono state le varie cause della diminuzione di questi fenomeni. Da una parte è indubbio che il processo di riforme, abbia contribuito a disciplinare questi fenomeni. Secondo molti autori, questo processo, avrebbe contribuito ad aumentare la protezione verso gli investitori e a far diminuire il premio a controllo; questi due fattori devono aver sicuramente giocato un ruolo fondamentale nel calo dell'utilizzo dei meccanismi per garantire il controllo. Altri autori, ricercano invece, motivazioni più improntate sulla convenienza economica. La costante crescita dell'investimento estero e il tentativo di rendere il mercato italiano più competitivo, ha in parte trasformato il nostro mercato, favorendo maggiormente la contendibilità del controllo e la trasparenza, sfavorendo in questo modo le società controllate da questi fenomeni. Rimane auspicabile, a questo punto, che vengano svolti maggiori studi in futuro, per verificare effettivamente quanto questi fattori abbiano contribuito ed in che misura, per il calo di queste strutture.

## 7. BIBLIOGRAFIA

- Adam R, e Ferreira D. (2008) One Share-one vote: the empirical evidence. *Review of Finance*, 12, pp. 51-91.
- Aghion P. e Bolton P. (1992) An incomplete approach to financial contracting. *Review of Economic Studies*, 59, pp. 474-494.
- Almeida H. e Wolfenzon D. (2006) A theory of pyramidal ownership and family business group. *The Journal of Finance*, 61(6), pp. 2637-2680.
- Bae K., Kang J. e Kim J. (2002) Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance*, 57, pp. 2695-2740.
- Baglioni A. (2008) Shareholders' agreements and voting power Evidence from Italian Listed Firms. Working Paper, Università Cattolica del Sacro Cuore.
- Barca F., Bianco M., Cannari L., Cesari R., Gola C., Manita G., Salvo G. e Signorini L. F. (1994) *Aspetti proprietari e mercato delle imprese*. Bologna, Il Mulino.
- Barclay M. e Holderness C. (1989) Private benefits of control of public corporations. *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 371-395.
- Bebchuk L. (1999) A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control. NBER Working Paper(7203).
- Bebchuk L., Kraakman R. e Triantis G. (2000) Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights. Harvard Law School Olin Discussion Paper(249).
- Bebchuk L. e Roe M. (1999) A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Stanford Law Review*, 52(1), pp. 127-170.
- Bebchuk L. e Zingales L. (1996) Corporate ownership structures: private versus social optimality. NBER Working Paper(5585).
- Becht M. e Mayer C. (2002) Corporate control in Europe. *Revue d'économie politique*, 112, pp. 471-498.

- Belcredi M. e Di Noia C. (2007) Un'atomica contro le piramidi, in [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), 28 giugno.
- Bennedsen M. e Wolfenzon D. (2000) The balance of power in closely held corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 113-139.
- Berle A. e Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*. New York, Mc Millan.
- Bertrand M., Mehto P. e Mullainathan S. (2002) Ferreting out tunneling: An application to indian business groups. *Quarterly journal of Economics*, 117, pp. 121-48.
- Bianchi M. & Bianco M. (2009) Gli effetti della corporate governance in Italia negli ultimi 15 anni: quali effetti?. In: *Produttività e cambiamento nell'industria italiana: indagini quantitative*. Bologna, Il Mulino, pp. 187-211.
- Bianchi M., Bianco M. e Enriques L. (2001) Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy. In: *The control of Corporate Europe*, Oxford University Press, pp. 154-186.
- Bianchi M. e Bianco M. (2006) Italian corporate governance in the last 15 years: from pyramids to coalitions?. Finance Working Paper (144).
- Bianchi M., Bianco M, Giacomelli S. Paces A. M. e Trento S. (2005) *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*. Bologna, Il Mulino.
- Bianchi M. e Bianco, M. (2004) Stato, coalizioni e famiglie: l'evoluzione della governance nei gruppi quotati italiani, Atti del convegno, 23 novembre.
- Bianco M. e Nicodano G. (2006) Pyramidal groups and debt. *European Economic Review*, 50, pp. 937-961.
- Bigelli M., Mehrotra V. e Rau (2006) Private and Social Benefits in Dual Class Share Unification- Evidence from Italy, Atti del convegno: Financial Management Association, Stoccolma, 7-10 giugno.
- Black B. (1990) Shareholder passivity Reexamined. *Michigan Law Review*, 89, pp. 520-608.
- Bohmer E., Sanger G. e Varshney S. (1995) The effect of capital structure and consolidated control on firm performance: the case of dual class IPOs. In: *Empirical Issues in Raising Equity Capital*. Amsterdam, Elsevier.

Bosi G. e Trento S. (2011) Il capitalismo italiano in evoluzione: i gruppi societari tra conflitti di interesse e sviluppo, DISA Working Paper (01)

Brockman P. e Chung, D. (2003) Investor protection and firm liquidity. *Journal of Finance*, 58, pp. 921-938.

Brunello G., Graziano C. e Parigi M. B. (2003) CEO turnover in insider-dominated boards: The Italian case. *Journal of Banking and Finance*, 27, pp. 1027-1051.

Burkart M. e Lee S. (2008) One share-one vote: the theory. *Review of Finance*, 12, pp. 1-49.

Caprio L. (1998) Recenti sviluppi dell'economia italiana: mercati finanziari e sistema delle imprese. *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, 106, pp. 275-297.

Carlin W. e Mayer C. (2000b) How Do Financial Systems Affect Economic Performance. *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge, Cambridge University Press.

Caselli F. e Gennaioli N. (2003) Dynastic Management. NBER Working Paper Series(9442).

Chemla G., Habib M. e Ljungqvist A. (2007) An Analysis of Shareholder Agreements. *Journal of the European Economic Association*, 5, pp. 93-121.

Claessens S., Djankov S., Fan P. J. e Lang H. L. (2002) Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), pp. 2741-2771.

Claessens S., Fan J. e Lang L. (2006) The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, pp. 81-112.

Coase H. R. (1937) The Nature of the Firm. *Economica*, 4, pp. 386-405.

Coffe J. (2000) Privatization and corporate governance: the lesson from Securities markets failure. Working Paper (58), Columbia Law School, New York.

Colombi F. (2003) *Finanza condizionata e teoria del valore*. Roma, Aracne.

Consob (2017) *Report on corporate governance of Italian listed companies*. Roma, Tiburtini.

Consob (2017) *Gli sviluppi della governance tra impulsi normativi e attivismo degli investitori istituzionali: le evidenze del rapporto Consob*, a cura di: Linciano N., Ciavarella A. e Signoretti R., Milano.

Consob (2002) Azioni di risparmio e valore del controllo: effetti della regolamentazione, Quaderni di finanza (53).

Cools S. (2005) The Real Difference in Corporate Law between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers. *Delaware Journal of Corporate Law*, 30(3), pp. 697-766.

Cronqvist H. e Nilsson M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, pp. 695-701.

De Angelo H. e De Angelo L. (1985) Managerial ownership of voting rights: A study of public corporation with dual classes of stock. *Journal of Financial Economics*, 14, pp. 33-70.

Denis D. e McConnell J. J. (2003) International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), pp. 1-36.

Dimitrov V. e Jain P. (2006) Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns. *Journal of Corporate Finance*, 12, pp. 342-366.

Dyck L. A. e Zingales L. (2004) Private benefits of control: An international comparison, *the Journal of Finance*, 59(2), pp. 537-600.

Easterbrook F. (1997) International Corporate Differences: Market or Law?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(4), pp. 23-29.

Easterbrook F. e Fischel D. (1991) *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge, Harvard University Press.

Ehrhardt O. e Nowak E. (2003) Private Benefits and minority shareholder expropriation. EFA 2003 Annual Conference Paper (809).

Enriques L. (2002) *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori*. Bologna, Il Mulino.

Enriques L. (2006) EC Company Law Directives and Regulations: How Trivial Are They?. *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 27(1), pp. 1-78.

Enriques L. (2009) Modernizing Italy's Corporate Governance. Law Working Paper (123).

Enriques L. e Volpin P. (2007) Corporate Governance Reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), pp. 117-140.

Faccio M. e Lang L. (2002) The ultimate owner of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 365-395.

Faccio M., Lang L. e Young L. (2001). Dividends and expropriation. *American Economic Review*, 91, pp. 54-78.

Fama E. (1980) The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, pp. 288-307.

Fama E. e Jensen M. (1983) Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301 -325.

Ferran E. (2004) *Building an EU Securities Market*. Cambridge, Cambridge University Press.

Ferrarini G. e Giudici P. (2005) Financial scandals and the role of private enforcement: the Parmalat case. ECGI Law Working Paper(40).

Fischel D. (1987) Organized exchanges and the regulation of dual class common stock. *University of Chicago Law Review*, 119, pp. 151-152.

Franks J. e Mayer C. (1995) Ownership and control. In: *Trends in Business Organization: Do Participation and Cooperation increase Competitiveness?*. Tübingen, Mohr.

Franks J. Mayer C. e Rossi S. (2005) Spending less time with the family: The decline of family ownership in the United Kingdom. NBER Working Paper(10628).

Friedman E., Johnson S. e Mitton T. (2003) Propping and tunneling. NBER Working paper(9949).

Gianfrate G. (2007) What do shareholders' coalitions really want? Evidence from Italian voting trusts. *Corporate Governance: An International Review*, 15, pp. 254-280.

Gomes A. e Novaes W. (1999) Multiple large shareholders in corporate governance. Working paper. The Wharton school, Philadelphia, PA.

Gomes A. e Novaes W. (2005) Sharing of control versus monitoring as corporate governance mechanisms. Volume Working Paper, University of Pennsylvania.

Gompers A. P., Ishii J. e Metrick A. (2010) Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *The Review of Financial Studies*, 23, pp. 1051-1088.

- Gopalan R., Nanda V. e Seru A. (2005) Reputation and spillovers: evidence from Indian business groups. Working paper, University of Michigan.
- Gordon R. (1938) Ownership by management and control groups in the large corporation. *Quarterly Journal of Economics*, 52, pp. 367-400.
- Grassini F. (2013) Le aziende a piramide, un'anomalia tutta italiana. In: *Rischi di morte per il nostro capitalismo?*. Bologna, Il Mulino.
- Grossman S. e Hart O. (1988) One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.
- Grossman S. e Hart O. (1986) The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94, pp. 691-719.
- Harris M. e Raviv A. (1988) Corporate governance: Voting rights and majority rules. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 175-202.
- Hart O. e Moore J. (1990) Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy*, 98, pp. 1119-1158.
- Hilferding R. (1910) *Il capitale finanziario*. Milano, Feltrinelli.
- Institutional Shareholder Services, Sherman & Sterling LLP, European Corporate Governance Institute (ECGI) (2007) *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, Sherman and Sterling, Parigi.
- Intrigano C. (2009) *Proprietà e controllo: dual class, patti parasociali e gruppi piramidali*. Roma, Aracne.
- Ivashenko I. e Brooks P. K. (2008) Corporate Governance Reforms in the EU: Do They Matter and How?, Working Paper (91), International Monetary Fund.
- Jarrel G. e Poulsen A. (1988) Dual-class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the recent evidence. *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 129-152.
- Jensen M. e Meckling W. (1976) Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A. (2000) Tunneling. *American Economic Review*, 90, pp. 22-27.

Kamae E. (2006) Beyond Competition for Incorporations. *Georgetown Law Journal*, 94(6), pp. 1725-70.

Khachaturyana A. (1987) The one-share-one-vote controversy in the EU. *European Business Organization Law Review*, 8, pp. 335-367.

Khanna T. e Rivkin W. J. (2001) Estimating the performance effects of business groups in emerging markets. *Strategic Management Journal*, 22, pp. 45-74.

Khanna T. e Palepu G. K. (1999) The right way to restructure conglomerates in emerging markets. *Harvard Business Review*, 77, pp. 125-134.

Khanna T. e Palepu K. (1997) Why focuses Strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, 75, pp. 41-49.

Kim S. (2004) Bailout and conglomeration. *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 315-347.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny R. (1997) Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny R. (1998) Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), p. 1113-1155.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny, R. (1999) Corporate Ownership around the World. *Journal of Finance*, 54, pp. 471-517.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny R. (2000) Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 2000, p. 3-27.

Laeven L. e Levine R. (2008) Complex ownership structures and corporate valuations. *Review of Financial Studies*, 21, pp. 579-604.

Leff N. (1978) Industrial organization and entrepreneurship in the Developing Countries: the economic groups. *Economic Development and Cultural Changes*, 26, pp. 661-75.

Manne H. G. (1965) Mergers and the market of corporate control. *Journal of Political Economy*, 73(4), pp. 110-120.

Marchini P. L. e Lugli E. (2013) The Shareholders Agreements: Typologies, Diffusion and Influence on Corporate Governance of Italian Listed Companies. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 1(2), pp. 51-57.

- Marris R. (1964) *The Economic Theory in Managerial Capitalism*. Free Press of Glencoe.
- Merton C. R. (1987) A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. *Journal of Finance*, 42, pp. 483-510.
- Millon-Cornett M. e Vetsuypens M. (1989) Voting rights and shareholder wealth: the issuance of limited voting stock. *Managerial Decision Economics*, 10, pp. 175-188.
- Morck R. (2003) Why some double taxation might make sense: The special case of intercorporate dividends, Volume Working Paper (9651), University of Alberta.
- Morck R. e Yeung B. (2005) Dividend Taxation and Corporate Governance. *Journal of Economic Perspectives*, 19, pp. 163-180.
- Mucchetti M. (2014) Perché va difeso il voto plurimo. *Il Sole 24 ore*, 3 agosto.
- Nenova T. (2000) The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis. SSRN Papers.
- Noack U. e Zetsche A. D. (2005) Corporate Reform in Germany: The Second Decade. *European Business Law Review*, 16(5), pp. 1003-64.
- Oppo G. (1942) *I contratti parasociali*. Milano, Vallardi.
- Ossorio M. (2014) *Assetti proprietari ed innovazione di impresa*. Torino, Giappichelli Editore.
- Pagano M., Pannetta F. e Zingales L. (1998) Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance*, 53(1), pp. 27-64.
- Pajuste A. (2005) Determinants and consequences of the unification of dual-class shares. Working Paper Series(465), European Central Bank.
- Piga C. (2002) Debt and firms' relationship: the Italian evidence. *Review of Industrial Organization*, 20, pp. 267-287.
- Riyanto Y. e Toolsema L. (2008) Tunneling and propping: A justification for pyramidal ownership. *Journal of Banking & Finance*, 32, pp. 2178-2187.
- Roe J. M. (2003) Delaware's Competition. *Harvard Law Review*, 117(2), pp. 588-646.
- Roe M. (1994) Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. SSRN Papers, Princeton University Press.

Ruback R. (1988) Coersive dual-class exchange offers. *Journal of Financil Economics*, 20, pp. 153-173.

Rydqvist K. (1987) Empirical investigation of the voting premium, Working paper (35), Northwestern University.

Sandri S. e Mengoli S. (2007) Le Piramidi e il fisco, in: *www.lavoce.info*, 12 novembre.

Sharifi N. (2014) *The Ownership Structure and Control Mechanisms in Sweden: Case Study of Leading Pyramidal Corporations*, Eastern Mediterran University.

Shleifer A. e Vishny R. (1997) A survey of corporate governance. *Journal of finance*, 52, pp. 737-775.

Shum C., Davidson W. e Glascock J. (1995) Voting rights and the market reaction to dual class common sotck issues. *Financial Review*, 30, pp. 275-287.

Smith A. (1776) *An Inquiry in to the Nature and Causes of the Wealth of the Nations*. Metalibri (edizione: 2007).

Smith B. e Amoako-Adu B. (1995) Relative prices of dual class shares. *Journal of Financial and Quantitative Analyses*, 30(2), pp. 223-39.

Taylor S. e Whittred G. (1998) Secutiry design and the Allocation of Voting Rights: Evidence form the Australian Ipo Market. *Journal of Corporate Finance*, 4, pp. 107-131.

Volpin P. (2002) Governance with poor investor protection: evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-90.

Zingales, L., 1991. Un'analisi economica delle azioni di risparmio. In: Penati A., *Il rischio azionario e la Borsa*. Milano, Egea.

Zingales L. (1994) The value of the voting right: A study of the Milan stockexchange experience. *Review of Financial Studies*, 7, pp. 125-148.

Zingales L. (1995) What determines the value of corporate votes?. *Quarterly Journal of Economics*, 62, pp. 425-448.

Zingales L. (2014) Quel voto plurimo così opaco. *Il sole 24 ore*, 1 agosto

Zwiebel J. (1995) Block investment and partial benefits of corporate control. *Review of Economic Studies*, 62, pp. 161-185.

