

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

***10 anni di azioni a voto maggiorato in Italia:
un'analisi quantitativa***

(Luglio 2025)

Massimo Belcredi¹, Silvia Rigamonti², Andrea Signori³

¹ Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione aziendale. Università Cattolica del S. Cuore. Via Necchi 7, 20123 Milano, Italia Tel: (+39) 02 7234 2457, Email: massimo.belcredi@unicatt.it.

² Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione aziendale. Università Cattolica del S. Cuore. Via Necchi 7, 20123 Milano, Italia Tel: (+39) 02 7234 2436, Email: silvia.rigamonti@unicatt.it.

³ Dipartimento di Scienze dell'Economia e della Gestione aziendale. Università Cattolica del S. Cuore. Via Necchi 7, 20123 Milano, Italia Tel: (+39) 02 7234 4101, Email: andrea.signori@unicatt.it.

FIN-GOV è il Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

Sostenitori di FIN-GOV



Sponsor di FIN-GOV



Abstract

Il principio *one-share-one-vote* è oggi posto in discussione. Numerosi Paesi europei hanno introdotto o potenziato sistemi di azioni a voto differenziato. Tra questi, il voto maggiorato (*loyalty shares*), è un'innovazione significativa in quanto: a) è accessibile alle società già quotate e b) conferisce diritti di voto non trasferibili a terzi. Il presente lavoro studia, con riferimento al contesto italiano e al periodo 2014-2024, gli effetti del voto maggiorato su struttura proprietaria e decisioni aziendali. Esso si focalizza sull'effettiva maturazione dei diritti maggiorati, il che permette di meglio tracciarne gli effetti sulle decisioni aziendali e di identificarne le implicazioni di *policy*.

Il voto maggiorato è utilizzato soprattutto dalle società familiari; è meno usato nei settori regolati; non si rilevano effetti relativi al settore tecnologico. Il primo azionista sfrutta il voto maggiorato per raggiungere il controllo dell'assemblea (soprattutto di quella straordinaria). Le società che adottano il voto maggiorato sono lievemente più solide e più redditizie; il voto maggiorato non ha però avuto effetti di rilievo sulle politiche aziendali in termini di crescita, né di performance, né di ricorso al mercato azionario. È piuttosto l'indebitamento a salire post-maggiorazione.

Il voto maggiorato è stato utile agli azionisti di controllo che hanno aumentato la presa sulle decisioni aziendali e, talvolta, riallocato il proprio portafoglio personale. Siccome le politiche aziendali non sono cambiate significativamente, l'utilità dello strumento per le società è dubbia; altrettanto può dirsi riguardo al raggiungimento degli scopi perseguiti dal legislatore con la sua introduzione.

Keywords: Loyalty shares, struttura proprietaria. M&A, struttura finanziaria

JEL Classification: D78 – G32 – G34 – K22

1. Introduzione

Uno dei cardini dello sviluppo dei mercati finanziari, il sistema *one-share-one-vote*, è oggi posto in discussione. Numerosi Paesi europei hanno introdotto o potenziato sistemi di azioni a voto differenziato con l'obiettivo dichiarato di evitare “fughe” di società quotate presso altri ordinamenti e/o di promuovere un capitalismo più “paziente”, capace di controbilanciare la “miopia” (vera o presunta) di investitori istituzionali interessati ai profitti di breve periodo.

Tra tali strumenti, il voto *maggiorato*, introdotto in Italia nel 2014, rappresenta un'innovazione significativa. Tale sistema consente alle società *già quotate* di attribuire diritti di voto supplementari (2 voti per azione) ai soci “fedeli”, che ne facciano richiesta dopo avere detenuto le azioni ordinarie ininterrottamente per 24 mesi. Il voto maggiorato *non è trasferibile* e viene meno con la cessione. Tale sistema si contrappone a quello classico delle *dual-class shares*, generalmente accessibili alle società *non quotate*, il cui voto plurimo è tipicamente *trasferibile* a terzi. Anche tale sistema è stato introdotto in Italia nel 2014 (con un limite di 3 voti per azione). Il voto maggiorato è stato adottato da una parte significativa del listino (78 società), al contrario del voto plurimo che è stato sostanzialmente trascurato (6 casi in tutto). Entrambi gli strumenti sono stati potenziati nel 2024, fino a raggiungere i 10 voti per azione.

Tutte le azioni a voto differenziato alterano in modo sostanziale la struttura dei diritti di voto e, con essa, le dinamiche decisionali interne alla società. Rafforzando il potere degli azionisti di controllo esse possono incentivare strategie di sviluppo, favorendo sia operazioni di crescita esterna, sia il ricorso al mercato azionario per finanziare progetti di lungo termine. Tuttavia, la letteratura ha evidenziato che i meccanismi di separazione tra proprietà e controllo sollevano serie preoccupazioni in merito alla protezione degli azionisti di minoranza, aumentando il rischio di *entrenchment*, riducendo la disciplina esercitata dal mercato e accrescendo i costi di agenzia (Barclay e Holderness, 1989). Il rischio di *entrenchment* è maggiore per le azioni a voto maggiorato, data l'intrasferibilità a terzi dei voti potenziati (Belcredi *et al.*, 2024).

I trade-off tra voto rafforzato e disciplina di mercato sono al centro del lavoro di Bajo *et al.* (2020), che è finora – a quanto ci risulta – l’unico studio empirico sull’adozione del voto maggiorato in Italia. Gli autori mostrano, anzitutto, che il prezzo delle azioni ordinarie non cambia in misura significativa all’annuncio dell’adozione del voto maggiorato, sintomo che eventuali effetti redistributivi tra azionisti di controllo e di minoranza hanno entità trascurabile. In secondo luogo, essi evidenziano che gli investitori istituzionali votano contro l’introduzione del voto maggiorato ma non paiono ridurre le proprie partecipazioni in seguito, poiché l’incremento atteso dei costi di agenzia sarebbe più che compensato dalla superiore performance delle società a voto maggiorato. Tali evidenze suggeriscono che l’introduzione del voto maggiorato non compromette l’attrattività delle imprese presso gli investitori istituzionali, almeno nel breve periodo. Tuttavia, resta largamente inesplorato l’impatto del voto maggiorato sulle decisioni delle imprese, ovvero sul se, e come, questo meccanismo influenzi effettivamente le scelte aziendali.

Il presente lavoro si inserisce in questo spazio di ricerca, con l’obiettivo di valutare gli effetti dell’adozione del voto maggiorato sulle decisioni di impresa. Pertanto, esso concentra l’attenzione sulla data di *effettiva maturazione* dei diritti maggiorati, non su quella della *delibera assembleare* (che precede la prima, solitamente, di due anni).

Tale scelta metodologica consente di meglio visualizzare il legame tra voto maggiorato, struttura proprietaria e decisioni aziendali, distinguendo altresì tra effetti di breve e di medio-lungo termine. Lo studio analizza se e in che misura la maggiorazione influenzi: (i) la crescita esterna, tramite operazioni di acquisizione; (ii) la crescita interna, attraverso gli investimenti fissi; (iii) il ricorso al mercato azionario, mediante aumenti di capitale; (iv) la struttura finanziaria, in particolare il grado di indebitamento e le disponibilità liquide; (v) le politiche di distribuzione dei dividendi e (vi) la performance aziendale.

La scelta metodologica di osservare la data di entrata in vigore del voto maggiorato è resa possibile dalla disponibilità di una più lunga serie di dati rispetto a quella esaminata dai precedenti studi sul

tema. Gli anni 2014-2024 costituiscono l'intero periodo in cui è stato in vigore il voto maggiorato con limite a 2 voti per azione. A partire dal 2025, a tale sistema si affianca quello di supermaggiorazione (fino a 10x), che suscita altre riflessioni e meriterà a tempo debito un'analisi ulteriore.

I risultati della nostra analisi indicano che la maggiorazione del voto non è associata ad una maggiore propensione alla crescita, né per via esterna, né per via interna. Non si osservano, infatti, aumenti significativi né nella frequenza né nel valore delle operazioni di M&A o dei CAPEX. Questi esiti mettono in discussione, almeno per il contesto italiano, l'ipotesi secondo cui il rafforzamento dei diritti di voto, offrendo maggiore protezione contro la diluizione del controllo, incentiva strategie espansive orientate al lungo termine.

Anche riguardo al ricorso al mercato azionario non emergono differenze significative tra imprese con e senza voto maggiorato in termini di probabilità, frequenza o dimensione degli aumenti di capitale. Al contrario, l'impatto più rilevante si osserva nella struttura finanziaria: dopo l'entrata in vigore del voto maggiorato, le imprese registrano un aumento significativo del livello di indebitamento, compatibile con l'ipotesi di una sostituzione del capitale proprio con il debito come forma di finanziamento dei nuovi investimenti.

Nel complesso, i nostri risultati indicano che nel contesto italiano – contrariamente a quanto spesso affermato dai *policymakers* – il voto maggiorato è servito da leva non per favorire la crescita delle imprese quotate, quanto piuttosto consentire al primo azionista di consolidare il controllo e, eventualmente, meglio diversificare il suo portafoglio. In altre parole, la scelta del voto maggiorato pare essere stata coerente con esigenze dell'azionista di controllo, più che con quelle della società.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. Il secondo paragrafo descrive il quadro normativo italiano in materia di azioni a voto differenziato, inquadrandolo nelle tendenze attuali a livello internazionale. Il terzo passa in rassegna la letteratura rilevante. Il quarto descrive la costruzione del dataset. Il quinto mostra la diffusione del voto maggiorato tra le società italiane quotate. Il sesto mostra le caratteristiche distintive delle società a voto maggiorato rispetto alle società prive di

meccanismi rafforzativi del voto. Il settimo indaga le possibili determinanti dell'adozione del voto maggiorato. L'ottavo mostra l'evoluzione del controllo prima e dopo l'entrata in vigore della maggiorazione. Il nono analizza l'impatto del voto maggiorato sulle politiche aziendali. Il decimo paragrafo conclude.

2. Il quadro normativo

2.1. Cenni storici e inquadramento internazionale

Il dibattito sull'opportunità di consentire meccanismi di voto potenziato è antico quanto la società per azioni. Si confrontano sul tema due distinte impostazioni che prediligono, alternativamente, il parallelismo tra diritti di governance e diritti di voto (*one-share-one-vote*) o la concessione di diritti di voto asimmetrici per favorire l'investimento di lungo termine (Adams e Ferreira, 2008; Burkart e Lee, 2008).

Negli Stati Uniti l'avversione di stampo populista verso strumenti considerati anti-democratici e diretti al rafforzamento delle oligarchie economiche ha impedito lo sviluppo delle *dual-class shares* fino a tempi relativamente recenti (Bebchuk e Kastiel, 2017). È del 1926 il divieto di ammissione a quotazione (contenuto nelle *listing rules* del NYSE) delle società con azioni a voto plurimo, superato solo negli anni '80 del secolo scorso sotto la spinta concorrenziale di altri mercati (in particolare del NASDAQ: Seligman, 1986). Tale spinta, diretta ad attrarre nuove imprese verso la quotazione, ha acquisito vigore, paradossalmente, proprio nel momento storico in cui le IPO hanno iniziato a rarefarsi (Doidge *et al.*, 2017)⁴. Oggi le società con azioni *dual-class* hanno un peso significativo sui principali mercati americani (26% del totale: CII, 2025) ma le polemiche non accennano a placarsi: gli investitori istituzionali restano contrari al loro utilizzo ma, partendo dal dato di fatto, hanno

⁴ Anziché crescere, il numero delle società americane quotate si è quasi dimezzato nel giro di 15 anni (da 8025 nel 1996 a 4102 nel 2012).

spostato l'attenzione dalla liceità dello strumento alle sue caratteristiche, in particolare all'opportunità di fissare limiti temporali alla validità dei diritti di voto maggiorati (c.d. *sunset clauses*).

Un vivace dibattito sull'opportunità di consentire l'emissione di azioni con diversi diritti di voto ha avuto luogo in Italia nel periodo tra le due guerre (Cariello, 2015). Alla fine, com'è noto, è prevalsa la tesi negativa⁵ e l'art.2351 C.C. ha sancito il divieto di emettere azioni a voto plurimo, divieto sopravvissuto fino al 2014. Ciò non ha impedito alle società quotate di adottare efficaci meccanismi di rafforzamento del controllo, dai patti di sindacato alle strutture di gruppo piramidali, alle azioni a voto limitato⁶, che ottengono per altra via il medesimo risultato. La separazione tra proprietà e controllo è via via cresciuta fino a raggiungere livelli imponenti negli anni '80, per poi decrescere quando – a partire dagli anni '90 – il mercato italiano si è aperto all'investimento internazionale e certe strutture sgradite agli investitori istituzionali sono state progressivamente smantellate (via *dual-class unifications* e accorciamento delle catene di controllo) (Rigamonti, 2025).

La diffusione di meccanismi di potenziamento del controllo societario è una costante in molti ordinamenti (Shearman & Sterling *et al.*, 2016). Negli ultimi anni molti Paesi hanno deciso di aprire la porta a strutture di potenziamento del voto. Tali strumenti possono prendere due distinte forme:

- a) *dual-class shares* vere e proprie, in genere nella forma di azioni a voto plurimo, la cui emissione è generalmente limitata alle società non quotate; esse possono però mantenerle anche dopo l'eventuale quotazione. La ragione della limitazione è abbastanza ovvia: l'emissione ante quotazione consente agli investitori di valutare gli effetti di tale struttura in sede di IPO, facendo scontare all'imprenditore il valore atteso dei costi di agenzia (Jensen e Meckling, 1976) sul prezzo di collocamento. Tale meccanismo di autodifesa è inefficace se

⁵ Secondo il futuro Presidente della Repubblica Einaudi (1932): “L'azione a voto plurimo fu certo un'invenzione del diavolo al preciso preordinato scopo di far scappare i risparmiatori a gambe levate dagli investimenti in società per azioni”.

⁶ Nella forma delle azioni privilegiate e – a partire dagli anni '70 – delle azioni di risparmio, con voto limitato alle assemblee straordinarie nel primo caso e assente nel secondo

l'emissione delle azioni a voto plurimo ha luogo dopo la quotazione, il che può dar luogo a rilevanti effetti redistributivi.

- b) forme di maggiorazione dei diritti di voto connesse alla “fedeltà” degli azionisti alla società (*tenured voting*). Si parla a tale proposito di *loyalty shares* anche se la terminologia è impropria (Mosca, 2019) perché in tal caso non sorge una distinta categoria di azioni; la maggiorazione dei diritti di voto è legata alla detenzione prolungata delle azioni *ordinarie* e viene meno – salvo eccezioni – con il loro trasferimento a terzi.

Oggi quasi tutti i Paesi OCSE consentono l'emissione di azioni a voto limitato o nullo (in genere dotate di privilegi nella distribuzione di dividendi); oltre metà di essi consente l'emissione di azioni a voto multiplo (OECD, 2023). Le diverse tradizioni storiche continuano a esercitare una notevole influenza: strumenti ammissibili, limiti all'emissione, moltiplicatori di voto, diritti connessi ai singoli strumenti mostrano notevoli differenze tra un Paese e l'altro (Brito Pereira, 2023; Ghezzi e Urbani, 2025; Gurrea-Martinez, 2021) e non è oggi individuabile una convergenza verso un modello unico.

Anche limitando l'attenzione a un contesto relativamente omogeneo come quello dell'Unione Europea si osservano notevoli variazioni sul tema: Belgio, Francia e Spagna prevedono le *loyalty shares* (con limite 2x); in Francia il sistema di *loyalty* è oggi, addirittura, il sistema di *default* per le quotate (salvo *opt-out*). In vari Paesi (Belgio, Francia, Germania, Portogallo) è consentita l'emissione di azioni a voto plurimo (Ghezzi e Urbani, 2025), normalmente ante quotazione⁷; i limiti di moltiplicatore sono molto diversi (normalmente 2x in Belgio; 5x in Portogallo; 10x in Germania)⁸. La recente riforma francese (del 2024) ha consentito l'emissione di azioni a voto plurimo (senza limite di moltiplicatore), in fase di IPO, a favore del fondatore o del gruppo di controllo. Sono però

⁷ In Germania è possibile l'emissione post quotazione ma la delibera richiede l'approvazione unanime dei soci, il che rende tale eventualità meramente teorica.

⁸ In Olanda, salva diversa disposizione statutaria, i diritti incorporati nelle azioni sono rapportati al valore nominale dei titoli, sul presupposto che le azioni possono avere differenti valori nominali; non esiste quindi un *cap*. E' tuttavia previsto uno stringente meccanismo di controllo giudiziario sull'utilizzo dello strumento; peraltro le società olandesi vi fanno ben scarso ricorso, preferendo altri strumenti di potenziamento del controllo (Belcredi *et al.*, 2024).

previste una *sunset clause* obbligatoria (di durata non superiore a 10 anni) e limitazioni alle materie su cui il voto plurimo può essere esercitato⁹.

In tale contesto non sorprende che il recente tentativo di armonizzazione a livello europeo rappresentato dalla Direttiva MVSS (*Multiple Voting Shares Structures*: Direttiva UE 2024/2810) abbia seguito un approccio prudente. Anzitutto, essa è diretta solo alle società le cui azioni sono trattate su sistemi multilaterali di negoziazione (MTF), definizione che esclude il listino principale; le società quotate possono emettere azioni a voto multiplo solo se autorizzate dalle normative nazionali. La direttiva prevede: a) l'approvazione a maggioranza qualificata della creazione di azioni a voto multiplo; b) la creazione di tali azioni solo prima dell'ammissione delle azioni agli scambi (e quindi, a maggior ragione, prima dell'eventuale successiva quotazione sul listino principale); c) l'esclusione del voto multiplo per le delibere di nomina e revoca degli organi sociali e per quelle da prendersi a maggioranza qualificata su proposte formulate del *board*¹⁰.

In sintesi, il tabù delle azioni a voto multiplo è ormai infranto (Ventoruzzo, 2015). Le caratteristiche degli strumenti utilizzabili nei vari Paesi sono molto diverse, così come diversi appaiono i limiti fissati al loro utilizzo. Non vi è modo di dire oggi se un particolare cocktail prevarrà, tanto più che la concorrenza tra mercati e sistemi-Paese si gioca su più tavoli e il voto multiplo è solo uno tra i tanti elementi che possono influenzare il successo dell'uno o dell'altro modello.

2.2. Il voto potenziato in Italia nell'ultimo decennio

⁹ Il diritto di esercitare il voto plurimo non si estende (è limitato a un voto per azione) quando l'assemblea delibera su: 1. La nomina del revisore legale dei conti; 2. L'approvazione del bilancio annuale; 3. La modifica dello statuto (salvo che in caso di aumento di capitale); 4. L'approvazione di operazioni con parti correlate; 5. La politica di remunerazione e la remunerazione dei manager. Lo statuto della società può anche limitare il diritto di voto multiplo a un voto per azione nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto sulla società. Da osservare che in tale casistica non è prevista la nomina e revoca degli amministratori, al contrario che nella Direttiva MVSS commentata di seguito nel testo.

¹⁰ A tali salvaguardie obbligatorie possono aggiungersi, se previste dai singoli stati membri, *sunset clauses* dirette a far cessare il voto multiplo in caso di: a) trasferimento delle azioni o "uscita di scena" dell'assegnatario originale (es. abbandono del ruolo di *CEO* da parte del fondatore-azionista di controllo); b) decorso di un periodo di tempo prefissato (es. 5 anni); c) accadimento di un evento predeterminato (es. fusione con altre società o riduzione della quota del fondatore al di sotto di una certa soglia).

In Italia il punto di svolta è segnato dal d.l. n. 91 del 21/6/2014 (convertito con modifiche dalla legge 116 del 11/8/2014) che, in un colpo solo: a) abroga il divieto di emissione di azioni a voto plurimo, sostituito nell'art.2351 C.C. da un mero *cap* (3x) ai diritti di voto attribuibili a ciascuna azione; b) conserva – tramite il nuovo art. 127-*sexies* del TUF – il divieto di emissione per le società quotate, che però possono conservare le azioni a voto plurimo eventualmente emesse ante quotazione; c) istituisce per le società quotate – tramite il nuovo art. 127-*quinquies* del TUF – la facoltà di attribuire un voto maggiorato (fino a 2x) alle azioni ordinarie detenute dagli azionisti “fedeli” (che hanno detenuto le azioni per un periodo continuativo non inferiore a 24 mesi).

Il legislatore italiano ha rovesciato una posizione che era rimasta stabile per oltre 70 anni. Ciò è avvenuto con strumentazione d’urgenza (decreto-legge) e nella virtuale assenza di studi preparatori (Cariello, 2015), sotto le pressioni dell’attualità, rappresentata dalla decisione di varie società facenti capo al gruppo Agnelli di trasferire la propria sede in Olanda (Marchetti, 2015), al fine dichiarato di sfruttare il sistema di potenziamento del voto ivi vigente (simile negli effetti, se non nei meccanismi giuridici, al voto maggiorato).

L’urgenza di intervenire è stata giustificata dal legislatore con la necessità di frenare tale esodo¹¹. La Relazione accompagnatoria fa cenno a: a) la necessità di aggiornare l’ordinamento italiano, vista la disponibilità di strumenti di potenziamento del voto in altri Paesi membri dell’UE; b) la possibilità di attrarre più società verso la quotazione, superando il timore degli azionisti di perdere il controllo. In tale ottica, le azioni con voto potenziato consentono al(la famiglia del) fondatore di mantenere il controllo con una partecipazione inferiore e alla società di crescere senza il timore che ciò comporti un indebolimento del controllo; il voto potenziato potrebbe quindi allentare i vincoli alla crescita delle società familiari italiane e contribuire a risolvere il problema del loro “nanismo” (D’Elia 2020); c)

¹¹ Belcredi *et al.* (2024) mostrano che, a fine 2021, 17 società quotate italiane avevano trasferito la sede legale in un altro Paese europeo (9 delle quali in Olanda). Sul tema della *reincorporation* in Olanda esiste una letteratura ormai vasta. Un inquadramento generale si trova in Irrera e Pollastro (2024) e Petroboni (2025).

l'opportunità di superare un vincolo anacronistico, dato che altri strumenti di rafforzamento del controllo già esistenti (patti, gruppi piramidali) sono altrettanto efficaci ma più opachi.

Non tutte le argomentazioni riportate sono ugualmente solide: ad es. la necessità di affiancare strumenti come le azioni di risparmio e i gruppi piramidali è dubbia, dato che nel 2014 essi erano quasi spariti a seguito delle pressioni del mercato (Rigamonti, 2025). Non vi era ragione di ritenere, a priori, che le azioni a voto multiplo ricevessero maggior favore rispetto a strumenti già accessibili e abbandonati nella pratica. La realtà si è dimostrata più complessa, visto che le azioni a voto plurimo sono state trascurate mentre quelle a voto maggiorato hanno incontrato notevole successo.

Mentre il voto plurimo italiano ricalca standard esteri, non altrettanto può dirsi per la versione nazionale del voto maggiorato. Anzitutto, le azioni a voto maggiorato (al contrario di quelle a voto plurimo) possono essere create (solo) da società già quotate. Ciò sterilizza il meccanismo di autodifesa degli investitori fondato sulla riduzione del prezzo di collocamento delle azioni in proporzione ai costi di agenzia attesi, rendendo la creazione delle *loyalty shares* chiaramente redistributiva in termini di diritti di voto¹². Inoltre non sono previsti (al contrario di quanto accade oltralpe) né limiti per materia, né *sunset clauses* di alcun tipo.

La maggiorazione del diritto di voto si consegue su richiesta del singolo azionista interessato, dopo il decorso del termine (due anni) da quando le azioni sono state iscritte in un apposito elenco, tenuto dalla società e soggetto a obblighi di trasparenza; qualora il meccanismo sia adottato in fase di IPO è possibile prevedere che, ai fini del possesso continuativo, sia fatto valere anche il periodo antecedente alla quotazione. Il voto maggiorato si perde con il trasferimento delle azioni¹³.

¹² È verosimile che questa asimmetria tra i due strumenti sia la causa principale della differenza di successo tra i due strumenti. In un Paese a proprietà concentrata come l'Italia, il ricorso al voto maggiorato (al contrario del voto plurimo) offre agli azionisti di controllo l'opportunità di rafforzare la presa sulle società quotate senza doversi preoccupare di pagare tale vantaggio in termini di minor prezzo di collocamento delle azioni.

¹³ Peraltro, se lo statuto non dispone altrimenti, esso sopravvive in caso di successione *mortis causa* e di fusione/scissione del titolare delle azioni. Esso si estende altresì alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale effettuato ai sensi dell'art.2442 C.C. (tramite passaggio di riserve a capitale).

Il regime normativo descritto è rimasto in vigore fino al 2024 quando la c.d. legge capitali (legge 5/3/2024, n.21) ha portato a 10x il *cap* ai voti per azione (sia per le azioni a voto plurimo che per quelle a voto maggiorato). È troppo presto per analizzare gli effetti di tale riforma, ma lo studio qui condotto ha implicazioni anche per il c.d. voto “super-maggiorato”.

3. Rassegna della letteratura

L’adozione di strutture azionarie a voto differenziato è questione assai dibattuta nella letteratura di *corporate governance*. In sintesi, il voto potenziato comporta pro e contro: si sottolineano, da un lato, l’efficienza di tali meccanismi nell’assicurare una crescita del valore dell’impresa, dall’altro, il rischio di espropriazione degli investitori di minoranza.

Uno degli argomenti principali a favore di tali strutture è la loro capacità di proteggere manager e azionisti di controllo dalle pressioni di breve termine, consentendo loro di concentrarsi su progetti strategici di lungo periodo. Dal punto di vista teorico, i mercati finanziari orientati al breve termine tendono spesso ad esercitare pressioni sui manager affinché privilegino la performance finanziaria immediata, anche a scapito di investimenti in ricerca e sviluppo, capitale umano, innovazione e altre forme di creazione di valore nel lungo periodo (Edmans, 2009; Narayanan, 1985; Stein, 1989).

Lo *short-termism* può distorcere gli incentivi manageriali, soprattutto in contesti in cui la performance aziendale è strettamente monitorata da investitori istituzionali, caratterizzati da un orizzonte di investimento di breve termine (“miopia”) e da un’elevata rotazione del portafoglio (Bushee, 2001). Essi tendono a preferire ritorni finanziari immediati e a reagire rapidamente alle comunicazioni sugli utili trimestrali, nonché alle fluttuazioni di mercato, piuttosto che sostenere iniziative strategiche di lungo periodo (Asker *et al.*, 2015; Graham *et al.*, 2005)¹⁴. Di contro, lo *short-termism* è meno presente

¹⁴ Negli Stati Uniti, il classico modello di struttura proprietaria delle società quotate tipicamente fondata sull’azionariato disperso di singoli individui è lentamente cambiato. Gli investitori individuali sono stati gradualmente sostituiti dagli investitori istituzionali. Nel 1950, gli investitori istituzionali detenevano solo l’8% delle azioni delle società quotate. Tale quota è salita al 51% nel 2000, al 61% nel 2005, e ha raggiunto quasi il 70% di tutte le azioni quotate nel 2010. Il tasso di turnover del possesso azionario dà un’idea circa la presenza di *short-termism*. La base azionaria delle società quotate

dove la struttura proprietaria è concentrata e stabile e dove è presente un azionista di controllo, più interessato a progetti che promettono benefici significativi nel futuro¹⁵.

Un ulteriore vantaggio del voto differenziato consiste nella possibilità, per l'azionista di riferimento, di accedere al mercato dei capitali mediante l'emissione di nuove azioni, senza vedersi diluito nei propri poteri di controllo. L'azionista di riferimento può infatti essere vincolato da limiti di ricchezza personale che impediscono il finanziamento di progetti con valore atteso positivo, e trovarsi quindi di fronte a un *trade-off* tra perdita del controllo e raccolta di capitale esterno. Le strutture a voto differenziato consentono di superare questo dilemma e di attrarre capitale di rischio preservando la posizione di controllo (DeAngelo e DeAngelo, 1985).

L'effetto protettivo del voto potenziato, tuttavia, comporta anche rischi di *governance*, poiché esso può favorire il consolidamento del potere manageriale e la ricerca di benefici privati del controllo, a potenziale danno degli azionisti di minoranza (Barclay e Holderness, 1989). Una vasta evidenza empirica (Bigelli *et al.*, 2011; Caprio e Croci, 2008; Dyck e Zingales, 2004; Zingales, 1994) ha portato per decenni la letteratura a considerare il mercato italiano uno tra quelli caratterizzati dai maggiori costi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo.

Il rafforzamento del controllo può ostacolare il trasferimento dello stesso (tipicamente via acquisizioni o scalate ostili), soprattutto nei casi in cui il management in carica non persegua l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti (Burkart e Lee, 2008). La posizione dell'azionista di controllo è, infatti, determinante per l'esito di un'eventuale acquisizione, dato che il trasferimento del controllo può avvenire solo con il suo consenso.

si rinnova ormai quasi completamente ogni anno. Nelle società quotate sul NYSE, nel periodo tra il 1945 e il 1975, le azioni venivano mediamente detenute per un periodo compreso tra cinque e nove anni; tale periodo si era ridotto a tre anni nel 1980 e a meno di un anno già nel 2005. Complessivamente, il periodo medio di detenzione delle azioni statunitensi è, negli ultimi anni, di soli sei mesi (Quimby, 2013).

¹⁵ Nel contesto italiano, l'evidenza empirica mostra che, in un orizzonte temporale di lungo periodo che va dal 1978 al 2018, l'azionista al vertice della catena di controllo detiene in media oltre il 50% dei diritti di voto e non si osserva nessuna tendenza a evolvere verso strutture proprietarie meno concentrate (Rigamonti, 2025).

I *control-enhancing mechanisms* offrono altresì l'opportunità all'azionista con il controllo rafforzato di cedere parte della propria partecipazione azionaria allo specifico scopo di ridurre il rischio idiosincratico personale legato all'investimento concentrato nel capitale dell'impresa, pur continuando ad orientarne le decisioni strategiche.

Sebbene le azioni a voto differenziato possano supportare una visione di lungo termine, la loro efficacia dipende in modo cruciale dall'allineamento degli interessi tra azionisti di controllo e di minoranza. Inoltre, la protezione dalle pressioni di breve periodo risulta rilevante solo quando il soggetto controllante rappresenta, per talenti e *skill*, una figura cruciale a livello di leadership aziendale. Col passare del tempo è plausibile attendersi una progressiva riduzione – se non un completo annullamento – dei vantaggi derivanti da tale protezione (Bebchuk e Kastiel, 2017).

Passando dalla teoria all'evidenza empirica, questa mostra che l'adozione di meccanismi a voto differenziato ha impatti negativi sul valore dell'impresa (Gompers *et al.*, 2010; Smart *et al.*, 2008).

In particolare, le società con *dual-class shares* mostrano una remunerazione dei CEO più elevata e una maggiore propensione a realizzare acquisizioni distruttive di valore, sintomi di un maggior consumo di benefici privati da parte degli *insider* (Masulis *et al.*, 2009). In ambiti contraddistinti dalla presenza di voto maggiorato, l'effetto sul valore è negativo nel caso francese (Bourveau *et al.*, 2022), e neutrale in quello italiano, dove l'annuncio di modifiche alla proporzionalità tra diritti di voto e diritti patrimoniali non ha effetti immediati sui prezzi delle azioni e l'adozione del voto maggiorato non genera impatti significativi sulla creazione di valore (Bajo *et al.*, 2020).

L'effetto dei meccanismi di rafforzamento del controllo, inoltre, non è omogeneamente distribuito. Nelle imprese innovative e/o con elevate opportunità di crescita, la presenza di tali meccanismi ha un effetto positivo sul valore dell'impresa. Al contrario, in imprese poco orientate all'innovazione, l'impatto sul valore risulta negativo (Chemmanur e Tian, 2018; Jordan, 2016). Le imprese che adottano *control-enhancing mechanisms* tendono a realizzare maggiori investimenti in innovazione, specialmente se operano in contesti di elevata asimmetria informativa e di forte competizione di

mercato. L'effetto sul valore dell'impresa è altresì correlato al ciclo di vita dell'impresa. Imprese con *dual-class shares* tendono a registrare valutazioni più elevate all'IPO; tuttavia, tali imprese mostrano valutazioni inferiori rispetto alle altre già a pochi anni di distanza dalla quotazione (Cremers *et al.*, 2024; Johnson *et al.*, 2022, Kim e Michaely, 2019). Ciò suggerisce che il mantenimento di diritti di voto potenziati può avere un effetto negativo sulla creazione di valore nel lungo periodo.

In sintesi, la letteratura evidenzia che strutture di voto potenziato sono suscettibili di generare benefici in imprese giovani e innovative, dove l'attuazione delle opportunità di crescita dipende strettamente dalla figura del fondatore. In tali imprese assume valore la protezione dell'azionista di controllo dalla "miopia" dal mercato azionario. Diversamente, in imprese mature o poco orientate all'innovazione, il rafforzamento del controllo non conduce alla crescita e porta, anzi, a maggiori costi di agenzia.

4. Costruzione del dataset

In questo lavoro analizziamo le società italiane quotate che hanno introdotto il voto maggiorato: per ovvie ragioni di disponibilità dei dati ci concentriamo sul periodo (2014-2024) in cui è osservabile solo la maggiorazione del diritto di voto "semplice"¹⁶.

Siccome il focus dello studio (diversamente da Bajo *et al.*, 2020) è sul legame tra maggiorazione del voto e decisioni aziendali, la data d'interesse è quella di effettiva maturazione dei diritti, non quella della delibera assembleare. Delibera ed efficacia dei diritti potenziati sono separate, solitamente, da un intervallo di due anni; in realtà, non mancano situazioni di distanza temporale inferiore (anzi, nelle IPO le due date tendenzialmente coincidono, perché è possibile conteggiare il periodo ante quotazione) o superiore (quando l'azionista di controllo non richiede immediatamente l'iscrizione nell'elenco tenuto dalla società per accertare la detenzione biennale dei titoli).

¹⁶ In realtà le prime azioni a maturare il voto maggiorato compaiono nel 2015 presso Openjobmetis e Technogym, due società ammesse a quotazione nel 2014 e 2015 rispettivamente. In ambedue i casi, per la maturazione si è tenuto conto del periodo ante quotazione, nel primo caso per un anno, nel secondo per due.

Il campione è composto da 80 casi di introduzione del voto maggiorato presso 78 società¹⁷. Esse sono poste a confronto con le 252 società che non hanno mai adottato tale strumento, né il voto plurimo (cui hanno fatto ricorso 6 società). Il totale delle società quotate nel periodo oggetto di studio è quindi pari a 336. Le società con voto plurimo sono un *tertium genus* rispetto alle altre due categorie¹⁸ e sono state escluse dall'analisi statistica. La fonte delle informazioni è Consob, sul cui sito web sono riportati i dati di struttura del capitale (e relativi diritti di voto) relativi alle singole società. In essi sono incluse informazioni sulla struttura del capitale sociale e i diritti di voto associati a ciascuna categoria di titoli, compresa l'esistenza di azioni a voto maggiorato e plurimo, nonché la struttura proprietaria (*ownership structure*)¹⁹.

I dati su voto maggiorato e struttura proprietaria sono stati incrociati con una serie di variabili (in prevalenza di fonte LSEG – ex Refinitiv) riguardanti la politica di investimento (CAPEX, N. e valore acquisizioni), di finanziamento (indebitamento, aumenti di capitale, disponibilità liquide, politica dei dividendi), e altre caratteristiche delle singole società, come età, dimensione (*total assets*, capitalizzazione di mercato, fatturato), redditività (ROA, ROE, rendimento azionario), performance di mercato (rapporto P/BV e rendimento azionario). Definizione delle variabili e fonti dei dati sono riportate in Tabella A1 dell'Appendice.

5. Il ricorso ad azioni a voto maggiorato tra le società italiane quotate

La Tabella 1 riporta la dinamica temporale del ricorso ad azioni a voto differenziato. La parte A mostra il numero di società dove, in ciascuno degli anni di riferimento, sono maturati diritti di voto

¹⁷ In un emittente (Centrale del Latte d'Italia) il voto maggiorato è stato perso e poi ricostituito: ciò è accaduto quando la precedente azionista di riferimento (Adele Artom) ha ceduto il pacchetto di controllo ad Angelo Mastrolia, che è tornato a maturare i diritti potenziati dopo due anni. In un altro caso (DeA Capital) la maturazione del voto maggiorato ha riguardato prima gli azionisti di minoranza e poi, in un anno diverso, il socio di controllo.

¹⁸ Esse conferiscono 3 voti, non solo 2. Inoltre si tratta di *dual-class shares* vere e proprie, in cui il voto plurimo non decade con il trasferimento dell'azione a terzi. Tali caratteristiche distintive delle azioni a voto plurimo rendono problematico equipararle alla categoria delle azioni a voto maggiorato ai fini dell'analisi. Ovviamente, non merita commenti l'alternativa di inserirle tra le azioni "non potenziate".

¹⁹ Nel corso del periodo osservato gli obblighi di trasparenza sulle partecipazioni rilevanti sono cambiati. L'analisi fa riferimento alle segnalazioni da parte di azionisti aventi diritti pari o superiori al 3% del totale.

differenziati. Nel 2016 si registrano i primi due casi di società con voto maggiorato; il numero di nuovi casi sale a 12 nel 2017. Negli anni successivi il numero di società dove matura il voto maggiorato oscilla tra 8 e 12 all'anno, per poi ridursi a tre casi nel 2024. Complessivamente, nel periodo considerato, si sono registrati 80 casi di maggiorazione: 64 (corrispondenti all'80% del totale) in società già quotate, gli altri 16 contestualmente all'ammissione a quotazione. Nella maggior parte dei casi (77 su 80, corrispondenti al 96,3% del totale) il rafforzamento del diritto di voto è ottenuto dal primo azionista; tuttavia, in 3 casi la maturazione del diritto al voto maggiorato è imputabile esclusivamente ad azionisti diversi da quello di controllo²⁰.

Inserire qui Tabella 1

La parte B mostra la distribuzione annuale delle osservazioni di società suddivise in tre categorie: società con azioni a voto maggiorato (società con VM), società con azioni a voto plurimo (società con VP) e società che non hanno in essere né azioni a voto plurimo né azioni a voto maggiorato (società senza VM né VP). Dall'analisi dei dati emerge una crescente diffusione delle società con azioni a voto maggiorato nel periodo 2016-2024. La quota di società con VM passa da un valore iniziale dello 0,9% nel 2016 al 30,5% nel 2024, evidenziando una crescita progressiva e significativa nel tempo. Anche le società con VP mostrano un incremento, sebbene più contenuto, passando dallo 0,4% nel 2016 al 3,0% nel 2024. Parallelamente, si osserva una diminuzione progressiva delle società senza VM né VP, che rappresentavano la quasi totalità del campione nel 2016 (98,7%), ma scendono al 66,5% nel 2024. Considerando il totale del periodo analizzato, le osservazioni-anno di società con VM rappresentano il 17,7% delle osservazioni complessive, mentre quelle con VP costituiscono

²⁰ Si tratta di Banca Sistema, Lventure e DeA Capital. Per quest'ultima il voto maggiorato matura anche a beneficio dell'azionista di controllo ma in un anno successivo.

l'1,6%, una percentuale trascurabile. La maggioranza delle osservazioni rimane chiaramente rappresentata dalle società senza VM né VP (80,7%).

La Tabella 2 mostra la distribuzione settoriale e per tipologia di azionista di controllo del campione, distinguendo per la presenza o meno di azioni a voto maggiorato²¹. Nella parte A, le società non finanziarie costituiscono la grande maggioranza del campione (261 su 330, ovvero il 79,1%); di queste, 69 (pari all'88,5%) hanno adottato azioni a voto maggiorato. Di contro, nelle società finanziarie, che rappresentano il 20,9% del totale (69 su 330), solo 9 (pari all'11,5% del totale delle società con VM) hanno in essere meccanismi di rafforzamento del voto. La presenza di società con voto potenziato è quindi molto più comune tra le società non finanziarie. Considerando con maggior dettaglio i settori non finanziari, si osserva che il settore manifatturiero è il settore dominante (vi appartiene il 33% delle società), ed è anche quello con il maggior numero di società con VM (31 su 78, corrispondenti al 39,7% delle società con VM). Il settore tecnologico²² rappresenta il 13,6% del totale delle società, e conta il 15,4% delle società con voto maggiorato; similmente, anche il settore dei servizi, che pesa per il 10% sul totale delle società, registra una maggior incidenza (pari al 12,8%) delle società con voto maggiorato. Il settore dei trasporti e pubblica utilità si attesta al 12,7% del totale delle società quotate, ma presenta una minore incidenza delle società a voto maggiorato (pari al 7,7%); infine, il settore agricolo rappresenta una quota marginale delle società quotate (3,3%), ma quasi la metà delle società del settore ha azioni a voto maggiorato (5 su 11).

Inserire qui Tabella 2

²¹ A partire dalla Tabella 2, si attua un confronto tra le società con azioni a voto maggiorato e le società che non hanno mai adottato meccanismi di rafforzamento del voto (né maggiorato, né plurimo). La ragione dell'esclusione delle azioni a voto plurimo è principalmente quella enunciata nella Nota 18.

²² Le imprese tecnologiche sono identificate sulla base della definizione usata da Loughran e Ritter (2004), *Appendix D*.

La parte B della Tabella 2 presenta la distribuzione delle società in base alla tipologia di azionista di controllo. Coerentemente con la letteratura esistente (Crocì *et al.*, 2022; Faccio e Lang, 2002), una società è classificata come avente un azionista di controllo quando esiste un soggetto che detiene almeno il 20% dei diritti di voto. In assenza di tale condizione, la società è considerata con azionariato diffuso. L'azionista controllante è successivamente ricondotto a quattro categorie principali: familiare, se il primo azionista è un singolo individuo o una famiglia (in questo caso, le partecipazioni detenute dai membri della stessa famiglia sono aggregate); Stato, se il primo azionista è lo Stato, un ente governativo o un'autorità locale (anche in questo caso i diritti di voto facenti capo a diversi soggetti pubblici sono sommati); finanziario, se il primo azionista è un intermediario finanziario, inclusi i fondi di *private equity*; estero, se il primo azionista è una società straniera. La categoria "altro" rappresenta una classe residuale che comprende associazioni, cooperative e fondazioni.

Il ricorso ad azioni a voto maggiorato è prevalentemente imputabile alle società a controllo familiare. Tali società costituiscono la maggioranza del campione, rappresentando il 61,8% del totale (204 su 330); tuttavia, la loro incidenza è particolarmente elevata tra le società con voto maggiorato, dove raggiungono l'84,6% del totale. Tali risultati sono in linea con le evidenze fornite da Bajo *et al.* (2020). Le società con azionariato diffuso rappresentano solo il 2,6% delle società con voto maggiorato, ma il 12,1% del totale delle società quotate, indicando una minore propensione ad adottare meccanismi di voto rafforzato, il che è del tutto prevedibile, dato che in tale categoria un azionista ha raramente il potere di (e l'incentivo a) rafforzare i propri diritti di voto²³. In modo simile, le società controllate da azionisti finanziari costituiscono l'8,5% del totale, ma sono sottorappresentate nel gruppo con voto maggiorato (1,3%). Le imprese a controllo statale (8,8%) o estero (2,1%) sono relativamente poche e, nel caso del controllo riferibile a soggetti esteri, assenti tra le società con voto maggiorato.

²³ I diritti di voto rafforzati sono infatti accessibili a tutti gli azionisti; pertanto, è difficile che un azionista riesca a raggiungere una delle soglie rilevanti per il controllo assembleare e, soprattutto, che ci riesca senza far scattare l'obbligo di lanciare un'offerta pubblica sull'intero capitale.

6. Le caratteristiche delle società a voto maggiorato

Spostiamo ora l'attenzione sulle caratteristiche che contraddistinguono le società a voto maggiorato rispetto alle altre, con l'obiettivo di indagare se il voto maggiorato sia associato a specifici profili dimensionali ed economico-finanziari, che possano riflettere differenze sistematiche in termini di decisioni di investimento, politiche di finanziamento, accesso ai mercati o performance. Il confronto tra le due tipologie di imprese è effettuato sulla base di società-anno, includendo nel campione tutte le osservazioni annuali disponibili per ciascuna impresa. La Tabella 3 raffronta, quindi, 568 società-anno che hanno adottato azioni a voto maggiorato e 1.361 società-anno prive di meccanismi rafforzativi del voto, prendendo in considerazione una serie di indicatori dimensionali, patrimoniali e di performance.

Inserire qui Tabella 3

Le società prive di meccanismi rafforzativi del controllo risultano mediamente di dimensione maggiore rispetto a quelle con voto maggiorato, in termini di capitalizzazione di mercato (media: €2,8 mld vs. €1,2 mld), totale attivo (€23 mld vs. €3,9 mld) e fatturato (€3,5 mld vs. €1,4 mld). Tutte le differenze sono statisticamente significative all'1%. La distribuzione è, tuttavia, fortemente asimmetrica: osservando la mediana, sono le società con voto maggiorato a presentare una dimensione maggiore per ciascuna delle tre variabili prese in considerazione, anche se solo le differenze in termini di capitalizzazione di mercato e fatturato risultano statisticamente significative.

Le società con voto maggiorato tendono altresì ad essere leggermente più giovani in media (55,6 vs. 62,1 anni), sebbene la differenza in mediana non sia statisticamente significativa.

Con riferimento alle politiche di investimento, e specificamente alla crescita esterna via acquisizioni, il 10,9% delle società con voto maggiorato ha intrapreso acquisizioni nel periodo in esame contro l'8% delle società senza meccanismi rafforzativi del voto, tuttavia, la differenza non è statisticamente significativa. Diversamente, le imprese con voto maggiorato mostrano una propensione lievemente maggiore – ma solo in termini di mediana – all'attività d'investimento interna misurata dagli investimenti fissi (CAPEX).

Se si considerano le politiche di finanziamento, non emergono differenze significative in termini di aumenti di capitale; pertanto, a livello univariato, le società con voto maggiorato non paiono ricorrere al mercato azionario in misura diversa dalle controparti. Le società con voto maggiorato detengono in media livelli di liquidità significativamente più elevati (12,3% vs. 9,9%), indicando una maggiore solidità finanziaria o una strategia prudentiale di gestione della liquidità; mentre, in termini di indebitamento, non emergono differenze rilevanti, né in media né mediana, a conferma che la struttura finanziaria non costituisce un elemento discriminante tra i due gruppi. Dal punto di vista della politica dei dividendi, le società con voto maggiorato distribuiscono in media dividendi più frequentemente (65,8% vs. 58,0%) e in misura relativamente maggiore (4,5% vs. 3,8% in rapporto al patrimonio netto), con differenze statisticamente significative.

Le società con voto maggiorato presentano, inoltre, migliori indicatori di performance, sia contabile che di mercato: ROA (5,1% vs. 2,2%) e ROE (8,9% vs. 3,5%) medi sono significativamente superiori rispetto alle controparti; i risultati sono confermati anche in mediana. Le società con voto maggiorato godono altresì di una valutazione di mercato più elevata: il rapporto P/BV è significativamente maggiore (media: 2,7 vs 1,7; mediana: 2,0 vs 1,2), così come il rendimento azionario (media: 12,5% vs. 8,9%; mediana 2,8% vs. -0,1%), anche se la differenza non è statisticamente significativa in media, mentre lo è (marginalmente) in mediana.

7. La propensione all'introduzione del voto maggiorato

Dopo aver analizzato le differenze tra società con e senza maggioranza del voto mediante un confronto univariato, procediamo ora a un'analisi multivariata volta a verificare la robustezza delle evidenze riscontrate in precedenza, controllando per l'effetto di altre variabili rilevanti.

L'analisi condotta mediante un modello probit consente di identificare le determinanti della probabilità di introduzione del voto maggiorato da parte delle società quotate. Coerentemente con gli obiettivi della ricerca, nella presente analisi, così come nelle successive, il campione è ristretto ai casi di introduzione di azioni a voto maggiorato che rispondono ai seguenti due requisiti: 1) la società è già quotata, il che esclude le introduzioni contestuali all'IPO; 2) la maggioranza del voto avviene a beneficio del primo azionista, con esclusione quindi dei casi che coinvolgono azionisti di minoranza. Applicando tali restrizioni, il campione si riduce a 61 eventi (60 società).²⁴ La regressione include come variabili indipendenti la tipologia dell'azionista di controllo e il settore della società, oltre alle principali variabili economico-finanziarie come controlli. I risultati sono mostrati in Tabella 4.

Inserire qui Tabella 4

Tra le variabili di struttura proprietaria, emerge un risultato interessante per le imprese a controllo familiare, che presentano una probabilità più alta di adottare il voto maggiorato, con un coefficiente statisticamente significativo all'1%.²⁵ Tale evidenza è coerente con l'ipotesi che il voto maggiorato rappresenti uno strumento funzionale alla conservazione del controllo da parte delle famiglie, in linea con la letteratura sulla separazione tra proprietà e controllo. Nessuna delle altre categorie di

²⁴ La discrepanza tra numero di eventi e numero di società deriva dal fatto che Centrale del Latte d'Italia, in cui il voto maggiorato è stato perso e poi ricostituito, è inclusa nelle analisi. I risultati restano qualitativamente invariati escludendola dal campione.

²⁵ In termini di impatto marginale, il coefficiente pari a 0.4456 equivale ad un incremento di probabilità di introdurre azioni a voto maggiorato pari al 3.4% per le aziende a controllo familiare.

azionariato (Stato e azionariato diffuso) risulta significativamente associata alla probabilità di introduzione del voto maggiorato²⁶.

Per quanto riguarda le variabili settoriali, gli unici coefficienti statisticamente significativi (seppur solo al 10%) si osservano per il settore finanziario e per il settore trasporto e pubblica utilità, che mostrano un'associazione negativa con l'introduzione del voto maggiorato. Questo risultato può riflettere una minore necessità del rafforzamento del controllo in settori regolati. Da notare anche la non significatività del coefficiente relativo al settore Tecnologia, che non fornisce riscontro empirico nel contesto italiano all'ipotesi secondo cui una maggiore stabilità del capitale sociale sarebbe particolarmente vantaggiosa per la crescita di società operanti in settori caratterizzati da un elevato profilo di rischio (come nel caso delle imprese *high-tech* americane).

Passando alle variabili economico-finanziarie, la dimensione dell'impresa, misurata tramite il logaritmo del totale attivo, è positivamente e significativamente (al 10%) correlata alla probabilità di adozione del voto maggiorato. Sono le imprese di maggiori dimensioni, ragionevolmente caratterizzate da maggiore complessità operativa, ad essere più propense a rafforzare il controllo. Questo risultato conferma che, una volta controllato per le altre determinanti, la dimensione aziendale esercita un impatto positivo sulla probabilità di adozione del voto maggiorato anche in media, mentre nell'analisi univariata tale effetto emergeva solo in termini di mediana.

Anche se non statisticamente significativo, il segno positivo della variabile età suggerisce che imprese più mature tendono più delle giovani ad adottare tale meccanismo. Le società del campione sono, peraltro, mediamente piuttosto anziane, e ad esse mal si attaglia l'ipotesi che il rafforzamento del controllo miri a proteggere il “fondatore visionario” dallo *short-termism* del mercato. Come precedentemente mostrato in Tabella 3, l'età media è pari a 55.6 anni per le società con voto maggiorato (e 62.1 per quelle senza), molto più elevata di quella rilevata da Aggarwal *et al.* (2022)

²⁶ Si osservi che, nella regressione probit, il caso base relativo alla tipologia di azionista di controllo è costituito dalle imprese a controllo finanziario, estero e altro.

in un campione di IPO *dual-class* statunitensi (11,7 anni per quelle controllate dal fondatore e 29 anni per le altre).

Tra le altre variabili si segnala un coefficiente negativo, seppur marginalmente significativo (10%), per l'intensità degli investimenti (CAPEX), a indicare che le imprese con maggiori investimenti fissi risultano meno inclini ad introdurre il voto maggiorato. Questo suggerisce che le imprese orientate a forti investimenti, quindi potenzialmente più esposte al giudizio del mercato, preferiscono mantenere strutture di voto simmetriche per attrarre più facilmente capitale (senza sopportare il "peso del sospetto" degli investitori).

Le restanti variabili finanziarie – inclusi indicatori di redditività (ROA), leva finanziaria, disponibilità liquide, dividendi distribuiti e rapporto prezzo/valore contabile – non mostrano una relazione statisticamente significativa con l'adozione del voto maggiorato. Pertanto, una volta che si tenga conto delle variabili di controllo, non si rileva evidenza a supporto dell'idea che siano le imprese con migliori performance economico-finanziarie a ricorrere più frequentemente a tale meccanismo.

8. L'evoluzione del controllo

La Tabella 5 analizza l'evoluzione nei diritti di voto del primo azionista prima e dopo l'adozione delle azioni a voto maggiorato, suddividendo le società in tre classi di concentrazione del controllo: meno del 50% (assenza di controllo di diritto), tra il 50% e il 66,7% (controllo di diritto) e oltre il 66,7%, (controllo anche dell'assemblea straordinaria). Nel periodo precedente la maturazione del voto maggiorato (pre-VM), nel 29,5% delle società, il primo azionista detiene una quota dei diritti di voto inferiore al 50%, nel 60,7% dei casi controlla tra il 50 e il 66,7% dei diritti voto e, nel rimanente 9,8%, detiene una partecipazione superiore al 66,7%. Dopo la maturazione del voto maggiorato (post-VM), nel 57,4% delle società il primo azionista detiene una partecipazione superiore al 66,7%; nel 26,2%

delle società, il primo azionista controlla l'assemblea ordinaria ma non la straordinaria (fascia 50-66,7%); solo nel 16,4% delle società detiene una partecipazione inferiore al 50% dei diritti di voto.

Analizzando i flussi tra categorie si osserva che, tra le società che pre-VM avevano un primo azionista con meno del 50% dei diritti di voto, il 55,6% mantiene tale livello di controllo anche dopo l'introduzione del voto maggiorato, mentre una quota rilevante (38,9%) passa alla fascia 50%-66%, e solo una piccola parte (5,6%) supera il 66,7%. Le società collocate nella fascia intermedia (50%-66,7%) pre-introduzione del voto maggiorato, similmente, tendono in larga misura ad aumentare il livello di concentrazione: ben il 78,4% passa alla fascia >66,7%, mentre il restante 21,6% resta nella categoria 50%-66,7%.

In sintesi, i dati evidenziano che la maturazione del voto maggiorato ha un forte impatto sulla struttura dell'azionariato; il fenomeno più rilevante attiene alle società il cui primo azionista detiene – prima di tale maturazione – una quota dei diritti di voto tra il 50 e il 66,7% e che, successivamente, si porta – nella stragrande maggioranza dei casi – nella fascia sopra il 66,7%, arrivando a controllare anche l'assemblea straordinaria.

Inserire qui Tabella 5

Tale risultato è meno scontato di quanto appaia a prima vista: anzitutto perché, nella maggioranza dei casi, il primo azionista non si limita a rafforzare la propria posizione ma raggiunge o supera una soglia cui sono associati effetti giuridici rilevanti (il controllo di diritto; il controllo dell'assemblea straordinaria). In secondo luogo, perché altri fenomeni possono essere all'opera: per es. il primo azionista potrebbe sfruttare il rafforzamento del controllo per vendere parte della propria partecipazione e meglio diversificare il proprio portafoglio; oppure per far crescere la società per via esterna, diluendo la posizione rafforzata attraverso aumenti di capitale e/o acquisizioni carta contro

carta. In ambedue le ipotesi, ci si potrebbe aspettare che l'incremento dei diritti di voto del primo azionista non raggiunga necessariamente alla soglia di controllo dell'assemblea straordinaria e sia, anzi, solo temporaneo.

Maggiori dettagli si colgono nella Tabella 6, che presenta l'analisi dei diritti di voto del primo azionista prima e dopo la maturazione del voto maggiorato, distinguendo le società in base alla tipologia di azionista di controllo. Per ciascuna categoria sono riportati il numero di osservazioni, la media e la mediana dei diritti di voto pre-VM e post-VM, nonché la differenza tra i due periodi.

Il forte incremento dei diritti di voto detenuti dal primo azionista dopo la maturazione del voto maggiorato è diffuso ovunque. In particolare, le società a controllo familiare, che rappresentano il gruppo più numeroso (51 osservazioni), mostrano un incremento medio (mediano) di 11,5 (12,6) punti percentuali, con la media (mediana) che passa da 54,9% (56,4%) a 66,3% (69,1%). Nelle società a controllo familiare il primo azionista detiene – già ante maturazione del voto maggiorato – la maggioranza assoluta dei diritti di voto; dopo il conseguimento della maggiorazione, le famiglie si portano alla soglia di controllo dell'assemblea straordinaria. Anche le poche (4) società a controllo statale registrano aumenti significativi nei diritti di voto del primo azionista, pari a 12,4 (14,7) punti percentuali in media (mediana). Anche qui il primo azionista (pubblico) detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto prima della maturazione del voto maggiorato e, successivamente, si porta – in mediana – a controllare oltre i due terzi dei diritti di voto.

Inserire qui Tabella 6

La Figura 1 introduce ulteriori informazioni relative alla dinamica del controllo anno per anno: essa illustra l'andamento della percentuale dei diritti di voto mediamente detenuti dal primo azionista nell'orizzonte temporale da cinque anni prima (-5) a cinque anni dopo (+5) la maggiorazione del voto.

L'anno 1 indica la quota dei diritti di voto detenuti dal primo azionista al 31/12 dell'anno di maturazione del voto maggiorato. Il grafico di sinistra fa riferimento a un campione aperto, indicando quindi un numero variabile di osservazioni in ciascun anno (imputabile a casi di società che escono dal listino o casi di società che eliminano le azioni a voto maggiorato); mentre il grafico di destra riporta i risultati riferiti a un campione chiuso²⁷ (rappresentato dal sottoinsieme di società osservabili lungo l'intero orizzonte temporale considerato).

Nel periodo pre-evento (da t-5 a t-1), i diritti di voto del primo azionista rimangono relativamente stabili, oscillando tra il 55,6% e il 56,3%, per poi scendere leggermente a 53,5% a t-1. La discesa marginale del controllo azionario nell'anno antecedente l'evento non compromette la conservazione della maggioranza assoluta dei diritti di voto e dunque il controllo dell'assemblea ordinaria. A partire dall'anno dell'evento, come è ragionevole aspettarsi, si osserva un aumento netto e persistente della concentrazione del controllo: la quota detenuta dal primo azionista passa dal 53,5% (t-1) al 64,8% (t+1), con un incremento di oltre 11 punti percentuali. Nei successivi anni (da t+2 fino a t+5), la concentrazione si mantiene su livelli elevati, sebbene tra l'anno t+1 e l'anno t+5 la quota di diritti di voto detenuti dal primo azionista scenda di 3,9 punti percentuali (passando dal 64,4% al 60,5%). La stessa dinamica è osservabile anche nel campione chiuso: dall'anno t-1 all'anno t+1, la quota dei diritti di voto del primo azionista aumenta di 11,7 punti percentuali, passando dal 52,3% al 64%; negli anni successivi la quota diminuisce, attestandosi al 62% (-2% rispetto all'anno t+1).

Inserire qui Figura 1

²⁷ Il test sul campione chiuso consente di verificare che i risultati non siano influenzati dalla dinamica delle entrate e uscite di singole società dovute a indisponibilità dei dati.

La Figura 2 presenta l'evoluzione del controllo per le sole società a controllo familiare (il segmento più interessato dal voto maggiorato). La dinamica è simile a quella riscontrata per il campione complessivo. Nel campione aperto si osserva un incremento marcato nella percentuale di diritti di voto dall'anno t-1 (55,1%) all'anno t+1 (66,6%); dopo la maturazione del voto maggiorato, la quota detenuta dalla famiglia scende sino a raggiungere il 62,1% nell'anno t+5. L'andamento è sostanzialmente analogo nel campione chiuso.

Inserire qui Figura 2

L'evidenza relativa all'evoluzione del controllo nelle società con voto maggiorato mostra quindi che il primo azionista rafforza il controllo della società e lo fa in misura tale da mantenere di fatto il dominio dell'assemblea straordinaria. In effetti, se come riportato da Consob (2024a) nella Tabella 3.1, il capitale sociale mediamente presente in assemblea varia dal 70,2% nel 2012 al 77% del 2024 – dunque ben lontano dal 100% – al primo azionista basta detenere una quota dei diritti di voto inferiore ai 2/3 per assicurarsi di fatto il controllo dell'assemblea straordinaria.

9. Voto maggiorato e impatto sulle decisioni aziendali

L'introduzione del voto maggiorato può influenzare in modo significativo le scelte strategiche delle imprese, modificando gli incentivi del soggetto controllante. Diversamente da quanto fatto precedentemente in sede di analisi della probabilità di adozione di tale meccanismo (dove l'obiettivo era l'individuazione delle sue determinanti), in questa sezione si analizza l'impatto che l'adozione del voto maggiorato esercita sulle principali decisioni aziendali, con particolare attenzione a tre dimensioni rilevanti: (i) le politiche di investimento; (ii) le scelte di finanziamento e la politica dei dividendi; (iii) la performance d'impresa, sia in termini contabili che di mercato. L'analisi mira a

verificare se la mitigazione di possibili effetti diluitivi per l'azionista di controllo si traduca effettivamente in una maggiore propensione verso strategie di crescita, una maggiore apertura nei confronti del mercato azionario o un miglioramento dei risultati d'impresa.

9.1 Voto maggiorato e decisioni di investimento

La Tabella 7 presenta i risultati delle stime multivariate volte a esaminare la relazione tra maggiorazione del voto e decisioni di investimento, con riferimento sia alle operazioni di acquisizione sia agli investimenti in capitale fisso (CAPEX). In particolare, le acquisizioni sono analizzate attraverso tre misure: la probabilità di effettuare almeno un'acquisizione (colonna 1), il numero totale di acquisizioni (colonna 2) e il volume complessivo delle acquisizioni, misurato dal rapporto tra il valore del *deal* e la capitalizzazione di mercato della società pre-*deal* (colonna 3). La colonna 4 riporta i risultati relativi agli investimenti in capitale fisso, misurati in rapporto al totale dell'attivo. La variabile "VM" è una variabile *dummy* che vale 1 per le società che hanno adottato il voto maggiorato, anche nel periodo precedente all'introduzione, e 0 altrimenti; mentre la variabile "post-VM" è una variabile *dummy* che assume il valore 1 per gli anni successivi all'introduzione del voto maggiorato da parte di una società e 0 per gli anni precedenti. La variabile post-VM consente quindi di cogliere eventuali cambiamenti – persistenti nel tempo – dopo l'introduzione del meccanismo, rispetto al periodo pre-adozione; mentre la variabile VM cattura eventuali differenze strutturali tra le imprese che decidono di introdurlo e quelle che non lo fanno. Le regressioni controllano inoltre per le tipologie di azionista di controllo, per il settore di appartenenza, per la dimensione e l'età della società, oltre ad includere effetti fissi per gli anni.

Inserire qui Tabella 7

La variabile Post-VM non risulta significativamente associata ad alcuna delle misure considerate. Questo risultato suggerisce che, a parità di altre condizioni, dopo la maturazione del voto maggiorato non si verificano variazioni significative nelle decisioni di investimento rispetto al periodo precedente; in altre parole, la maggiorazione non modifica il comportamento delle società.

I risultati suggeriscono anche che il voto maggiorato è associato a una maggiore propensione a effettuare acquisizioni. In particolare, la variabile “VM” presenta un coefficiente positivo e statisticamente significativo sia nella regressione probit (colonna 1) che in quella sul numero di acquisizioni (colonna 2). Questo effetto non si traduce però in una variazione significativa del volume delle acquisizioni (colonna 3), suggerendo che le società che hanno adottato il voto maggiorato tendono ad acquisire più frequentemente, ma non necessariamente a intraprendere operazioni di maggiori dimensioni, rispetto alle altre società. Similmente, la non significatività del coefficiente sul CAPEX indica che le società che hanno adottato il voto maggiorato non sono, in media, più attive sul fronte della crescita interna rispetto alle loro controparti.

La variabile VM sembra catturare una caratteristica strutturale delle imprese che scelgono di adottare il voto maggiorato, piuttosto che un effetto diretto dell’adozione stessa. Insomma, società più acquisitive sono più portate a far uso del voto maggiorato (magari perché il primo azionista ha maggior timore di vedere intaccato il proprio potere di controllo), ma tali società non aumentano la propensione a crescere dopo che il voto maggiorato è entrato in vigore.

9.2 Voto maggiorato, scelte di finanziamento e politiche di dividendo

La relazione tra voto maggiorato e scelte di finanziamento è mostrata nella Tabella 8: essa riporta i risultati di diverse regressioni che analizzano le determinanti degli aumenti di capitale (in termini di probabilità, numero e volume) e della struttura finanziaria delle imprese (in termini di disponibilità liquide e indebitamento).

Dalla tabella non emergono effetti statisticamente significativi del voto maggiorato – né nella fase successiva alla sua adozione, né per le imprese che lo adottano – sulla probabilità, il numero o il volume degli aumenti di capitale. Si riscontra, anzi, un lieve impatto *negativo* sulle variabili che misurano il ricorso al mercato azionario, ma l'effetto non è statisticamente significativo.

I risultati contraddicono l'idea che il voto maggiorato, offrendo protezione dal rischio di perdita di controllo, renda le imprese più propense ad accedere al mercato azionario. La lieve riduzione dei diritti di voto (osservata in precedenza) post maggiorazione non pare associata a operazioni dilutive (un livello più elevato di acquisizioni o di aumenti di capitale). Le evidenze disponibili non consentono, invece, di escludere l'altra possibile spiegazione, ossia che la riduzione dei diritti di voto del primo azionista sia dovuta alla scelta di diluirsi marginalmente, per diversificare il proprio portafoglio senza perdere la presa sulle decisioni aziendali²⁸.

Le imprese con voto maggiorato presentano un livello di disponibilità liquide leggermente superiore e un grado di indebitamento leggermente inferiore (entrambi i coefficienti con significatività al 10%); l'adozione del voto maggiorato non modifica significativamente la liquidità nel periodo successivo, ma è associata ad un aumento significativo dell'indebitamento. Tale evidenza pare indicare che le società, dopo la maturazione del voto maggiorato, fanno più intenso ricorso al debito, non ad aumenti di capitale. Anche questo fenomeno pare in contraddizione con l'idea che la maggiorazione serva a ridurre i vincoli finanziari alla crescita dell'impresa.

I risultati rivelano altresì che le società a controllo familiare fanno meno aumenti di capitale, meno frequentemente e in misura inferiore, con effetti significativi al 5% in tutte le specifiche. Non emergono effetti significativi sulla liquidità o sull'indebitamento. Ciò è coerente con la letteratura che evidenzia la riluttanza delle imprese familiari a ricorrere al mercato azionario.

²⁸ Se così fosse, la scelta della maggiorazione sarebbe indotta da ragioni personali dell'azionista di controllo e non da finalità attinenti alla gestione dell'impresa (come il desiderio di superare eventuali vincoli alla crescita).

Inserire qui Tabella 8

Nel complesso, le società che adottano il voto maggiorato non mostrano una maggiore propensione alla crescita, né sul piano esterno (acquisizioni) né su quello interno (investimenti fissi). L'evidenza empirica indica che l'adozione del voto maggiorato non è associata a un incremento né nel numero né nel volume delle acquisizioni, né ad un aumento significativo del livello di investimenti materiali. Questi risultati contraddicono, nel contesto esaminato, l'ipotesi secondo cui il rafforzamento dei diritti di voto – offrendo protezione contro la diluizione del controllo – incentiva strategie di espansione più aggressive. In linea con ciò, le analisi relative al comportamento finanziario mostrano che le imprese con voto maggiorato non ricorrono più frequentemente al mercato azionario: né la probabilità, né la frequenza, né l'entità degli aumenti di capitale risultano significativamente differenti rispetto alle imprese prive di meccanismi di rafforzamento del voto. Si osserva invece un comportamento più articolato sul piano della struttura finanziaria: nel periodo successivo all'adozione del voto maggiorato, le imprese tendono ad aumentare significativamente il proprio livello di indebitamento. Nel loro insieme, questi risultati suggeriscono che il voto maggiorato, sebbene concepito per incentivare strategie di lungo periodo, non ha prodotto effetti sistematici né sulla crescita né sul finanziamento esterno tramite *equity*, ma si associa piuttosto a un aggiustamento della struttura del capitale a favore del debito.

La Tabella 9 fornisce evidenze circa la politica dei dividendi, analizzata lungo due dimensioni: la probabilità di distribuire dividendi (colonna 1) e l'ammontare dei dividendi rapportati al patrimonio netto (colonna 2). Le imprese dotate di voto maggiorato sono significativamente più propense a distribuire dividendi e distribuiscono altresì una quota maggiore di dividendi; tuttavia, nel periodo successivo alla maggiorazione, non emergono effetti statisticamente significativi. Ciò suggerisce che

la maggior propensione alla distribuzione è associata a caratteristiche strutturali delle imprese, piuttosto che a un effetto diretto e immediato della maggiorazione del voto.

Inserire qui Tabella 9

9.3 Voto maggiorato e performance

La Tabella 10 mostra l'impatto del voto maggiorato sia sulla performance contabile (misurata in termini di ROA – colonna 1 – e ROE – colonna 2), sia sulla performance di mercato, misurata alternativamente dal rapporto *price to book value* (colonna 3) e dal rendimento azionario (colonna 4).

Le imprese con voto maggiorato mostrano una redditività più elevata in termini di ROA: l'effetto è positivo e statisticamente significativo, suggerendo una maggiore efficienza operativa. Tuttavia, né per il ROA né per il ROE si riscontrano effetti significativi nel periodo successivo all'adozione del meccanismo, il che implica che tali livelli di redditività non sono il risultato diretto della maggiorazione del voto ma riflettono piuttosto caratteristiche preesistenti delle imprese che scelgono di adottarlo. Le imprese a voto maggiorato mostrano una performance di mercato più elevata, limitatamente però al rendimento azionario, come indicato dal coefficiente positivo e statisticamente significativo della variabile VM; tuttavia, il coefficiente Post-VM è negativo e significativo (seppur al 10%), indicando una flessione nel rendimento azionario nel periodo successivo all'entrata in vigore del meccanismo.

10. Conclusioni

Questo studio analizza il ricorso alle azioni a voto maggiorato (2x) da parte delle società italiane quotate, dall'anno in cui sono state introdotte nell'ordinamento (2014) a quello (2024) in cui è entrata in vigore la norma che ha permesso la super-maggiorazione a 10 voti per azione. Lo strumento è stato

utilizzato spesso (78 società, circa un terzo del listino), al contrario delle azioni a voto plurimo (solo 6 casi); una delle ragioni del loro successo risiede, verosimilmente, nella possibilità di utilizzo da parte delle società già quotate, che impedisce agli investitori istituzionali di far scontare il mancato gradimento per lo strumento sul prezzo di collocamento in IPO.

Il voto maggiorato è stato usato soprattutto dalle imprese familiari e, marginalmente, dalle società più grandi. Si osserva un utilizzo lievemente minore nei settori regolati (trasporti, *utilities* e settore finanziario); non si osserva, invece, alcun legame con il settore tecnologico. Le società italiane quotate hanno un'età media elevata (intorno a 60 anni); il ricorso al voto maggiorato da parte del “fondatore visionario” risulta pertanto l'eccezione piuttosto che la regola.

Il lavoro si focalizza sugli impatti che l'effettiva maturazione dei diritti maggiorati (non la delibera assembleare, che la precede, solitamente, di due anni) ha su struttura proprietaria e decisioni aziendali. I nostri risultati mostrano, anzitutto, che il primo azionista ha usato il voto maggiorato per raggiungere soglie di controllo cui sono associati rilevanti effetti giuridici (il controllo dell'assemblea ordinaria e, soprattutto, di quella straordinaria). Una lieve diluizione nel lungo periodo, tale da non inficiare il controllo raggiunto, potrebbe essere sintomatica di una ricomposizione di portafoglio di tale soggetto, diretta a meglio diversificare il proprio patrimonio; ulteriori dati sono, tuttavia, necessari per testare tale ipotesi.

Le società che adottano il voto maggiorato non crescono più delle altre: hanno infatti CAPEX simili alle società senza voto maggiorato e, anche se effettuano acquisizioni con maggior frequenza, il valore di queste non è significativamente differente. Le società a voto maggiorato hanno poi una struttura finanziaria lievemente più solida (più *cash reserves* e meno indebitamento) e una migliore performance in termini di ROA e di rendimento azionario (ma non in termini di ROE e di rapporto P/BV), pagano più spesso dividendi e di maggior importo.

Il voto maggiorato non ha, peraltro, avuto effetti di rilievo sulle politiche aziendali: esso non impatta la crescita interna (CAPEX), né quella esterna (acquisizioni), non favorisce il ricorso al mercato azionario (in termini di frequenza e dimensione degli aumenti di capitale; l'effetto è anzi negativo, pur se statisticamente non significativo), non impatta la politica dei dividendi, né la performance aziendale (né contabile, né azionaria). L'unico effetto statisticamente significativo post maggiorazione è un aumento dell'indebitamento.

In sintesi, il voto maggiorato ha certamente offerto agli azionisti di controllo (soprattutto nelle società familiari) l'opportunità di aumentare la presa sulle decisioni aziendali e, eventualmente, anche di riallocare marginalmente il proprio portafoglio personale. Non ha però impattato sulle decisioni aziendali, né in senso positivo né in senso negativo. Se, da un lato, come osservano Bajo *et al.* (2020), non si colgono sintomi di aumenti dei costi di agenzia (le politiche aziendali non si modificano in misura significativa), dall'altro si osserva che la maggiorazione non ha incrementato il ricorso ai mercati finanziari, se non per un maggiore ricorso al debito. Insomma, il voto maggiorato pare essere stato finora più utile agli azionisti di controllo che alle società quotate.

I nostri risultati hanno chiare implicazioni di *policy*. Il primo commento riguarda le finalità perseguite dal legislatore o comunque perseguibili attraverso il voto maggiorato (attrazione di nuove imprese verso il mercato borsistico, allontanamento del rischio di fuga all'estero degli emittenti, più frequente ricorso al mercato finanziario per gli aumenti di capitale, superamento del nanismo delle imprese italiane).

Sotto ciascuno di questi profili, il voto maggiorato non pare avere avuto particolare successo: a) il numero di società quotate è sceso costantemente, da 271 nel 2010 a 240 nel 2014 a 198 nel 2024 (Consob 2024b); b) il numero di società quotate che hanno trasferito la sede all'estero è salito a 17 nel 2021, di cui 9 in Olanda (Belcredi *et al.*, 2024); c) il ricorso al mercato azionario per aumenti di capitale non è aumentato dopo la maggiorazione dei diritti di voto; d) lo stesso vale per le operazioni di crescita interna ed esterna. Naturalmente, per quanto riguarda i punti a) e b), l'evidenza non è

conclusiva, nel senso che i risultati avrebbero potuto, forse, essere ancora peggiori se non fosse stato concesso l'uso del voto maggiorato. Il tema resta aperto per future ricerche.

I nostri risultati hanno implicazioni anche per la recente riforma attuata dalla legge capitali, che ha concesso di portare, progressivamente, fino a 10 il *cap* per la maggiorazione del voto. È plausibile che il voto super-maggiorato sarà sfruttato in misura minore rispetto al voto maggiorato “semplice” esaminato in questo lavoro, perché molte delle società (*rectius*, degli azionisti di controllo) potenzialmente interessate(i) hanno già ottenuto risultati significativi (controllo dell'assemblea straordinaria): i benefici marginali dell'ulteriore maggiorazione sono verosimilmente decrescenti. È però vero che, in situazioni ben determinate (successione dal fondatore agli eredi, riassetto proprietari all'interno di una stessa famiglia oppure no) lo strumento potrebbe tornare utile. D'altro canto, è plausibile che la potenza del voto super-maggiorato favorisca una più ampia separazione tra proprietà e controllo, con i connessi problemi di agenzia, anche perché lo strumento – al contrario di quanto previsto nelle recenti esperienze internazionali (riforma francese, direttiva MVSS) – continua a non conoscere limiti, né per materia, né per durata. Anzi, lo stesso meccanismo di maggiorazione progressiva pone il sistema italiano su una traiettoria che è, da un lato, oggettivamente divergente da quella delle esperienze estere più rilevanti (con la possibile eccezione dell'Olanda) e, dall'altro, favorisce intrinsecamente l'*entrenchment* dell'attuale gruppo di controllo.

Bibliografia

- Adams, R. e Ferreira D. (2008), One-share – one vote: the empirical evidence, *Review of Finance*, 12 n.1, pp. 51-91.
- Aggarwal, D., Eldar, O., Hochberg, Y.H. e Litov, L.P. (2022), The rise of dual-class IPOs, *Journal of Financial Economics*, 154, pp. 122-153.
- Asker, J., Farre-Mensa, J., e Ljungqvist, A. (2015), Corporate investment and stock market listing: A puzzle?, *Review of Financial Studies*, 28 n.2, pp. 342–390.
- Bajo, E., Barbi, M., Bigelli, M. e Croci, E. (2020), Bolstering family control: Evidence from loyalty shares, *Journal of Corporate Finance*, 65, 101755.
- Barclay, M.J. e Holderness, C.G. (1989), Private benefits from control of public corporations, *Journal of Financial Economics*, 25 n.2, pp. 371–395.
- Bebchuk, L.A. e Kastiel, K. (2017), The untenable case for perpetual dual-class stock, *Virginia Law Review*, 103 n.4, pp. 585-630.
- Belcredi, M., Faverzani, L. e Signori, A. (2024), Why do companies reincorporate abroad? Evidence from Europe, *Journal of Multinational Financial Management*, 77 (2025), 100895.
- Bigelli, M., Mehrotra, V. e Rau, P. R. (2011), Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy, *Journal of Corporate Finance*, 17 n.5, pp. 1619-1635.
- Bourveau, T., Brochet, F. e Garel, A. (2022), The capital market consequences of tenure-based voting rights: Evidence from the Florange Act, *Management Science*, 68 n.12, pp. 9107-9128.
- Brito Pereira, J. (2023), Once bitten, twice shy. Multiple voting shares in Continental Europe, *Journal of International Business & Law*, 22, pp. 222-242.
- Burkart, M. e Lee, S. (2008), One share – one vote; the theory, *Review of Finance*, 12 n.1, pp.1-49.
- Bushee, B.J. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research*, 18 n.2, pp. 207–246.

- Caprio, L. e Croci, E. (2008), The determinants of the voting premium in Italy: the evidence from 1974 to 2003, *Journal of Banking and Finance*, 32 n.11, pp. 2433-2443.
- Cariello, V. (2015), “Un formidabile strumento di dominio economico”: Contrapposizioni teoriche, ‘battaglie’ finanziarie e tensioni ideologiche sul voto potenziato tra le due guerre mondiali, *Quaderni Fiorentini per la Storia del Pensiero Giuridico Moderno*, 44, pp. 485-587.
- Chemmanur, T.J. e Tian, X. (2018), Do anti-takeover provisions spur corporate innovation? A regression discontinuity analysis, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53 n.3, pp. 1163–1194.
- Consob (2024a), *Report on corporate governance of Italian listed companies*, Consob, Roma.
- Consob (2024b), *Bollettino statistico*, Consob, Roma.
- Council of Institutional Investors (CII) (2025): *Dual-Class Stock*, disponibile al sito: https://www.cii.org/dualclass_stock.
- Cremers, M., Lauterbach, B. e Pajuste, A. (2024), The life cycle of dual-class firm valuation, *Review of Corporate Finance Studies*, 13 n.2, pp. 459–493.
- Croci, E., Rigamonti, S. e Signori, A. (2022), Performance, investment, and financing patterns of family firms after going public, *Corporate Governance: An International Review*, 30 n.6, pp. 686-712.
- DeAngelo, H. e DeAngelo, L. (1985), Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock, *Journal of Financial Economics*, 14 n.1, pp. 33-69.
- D’Elia, E. (2020), Imprese troppo piccole per competere, *La Voce*, 25/2/2020, disponibile al sito: <https://lavoce.info/archives/63758/impese-troppo-piccole-per-competere/>.
- Doidge, C., Karolyi, G.A. e Stulz, R.M. (2017), The U.S. listing gap, *Journal of Financial Economics*, 123, pp. 464-487.
- Dyck, A, e Zingales L. (2004), Private benefits of control: an international comparison, *Journal of Finance*, 59 n.2, pp. 537-600.

- Edmans, A. (2009), Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia, *Journal of Finance*, 64 n.6, pp. 2481–2513.
- Einaudi, L. (1932), A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo), *La Riforma Sociale. Rivista critica di economia e di finanza*, 43, pp. 619-630, disponibile al sito: <https://www.luigieinaudi.it/>.
- Faccio, M. e Lang, L.H. (2002), The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65 n.3, pp. 365-395.
- Ghezzi, F.C.G. e Urbani, F. (2025), Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un’analisi empirica, di prossima pubblicazione in *Mercato Concorrenza Regole*, 27 n.1, pp. 5-49.
- Gompers, P.A., Ishii, J. e Metrick, A. (2010), Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States, *Review of Financial Studies*, 23 n.3, pp. 1051–1088.
- Graham, J.R., Harvey, C.R. e Rajgopal, S. (2005), The economic implications of corporate financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 40 n.1–3, pp. 3–73.
- Gurrea-Martinez, A. (2021), Theory, evidence, and policy on dual-class shares: A country-specific response to a global debate. *European Business Organization Law Review*, 22, pp. 475–515.
- Irrera, M. e Pollastro, I. (eds.) (2024), *Multiple voting structures, regulatory competition and capital markets union*, Quaderni di RES, n.4, Regolazione Etica e Società, Torino.
- Jensen, M.C. e Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jordan, B.D., Kim, S. e Liu, M.H. (2016), Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure, *Journal of Corporate Finance*, 41, pp. 304-328.
- Johnson, W.C., Karpoff, J.M. e Yi, S. (2022), The life cycle effects of corporate takeover defenses, *Review of Financial Studies*, 35 n.6, pp. 2879-2927.
- Kim, H. e Michaely, R. (2019), Sticking around too long? Dynamics of the benefits of dual-class structures, *ECGI Finance Working Paper No. 590/2019*.

- Loughran, T. e Ritter, J. (2004), Why has IPO underpricing changed over time?, *Financial Management*, 33 n.3, pp. 5–37.
- Marchetti, P. (2015) Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, *Rivista delle Società*, 60 n. 2/3, pp. 448-475.
- Masulis, R.W., Wang, C. e Xie, F. (2009), Agency problems at dual-class companies, *Journal of Finance*, 64 n.4, pp. 1697-1727.
- Mosca, C. (2019), Should shareholders be rewarded for loyalty? European experiments on the wedge between tenured voting and takeover law, *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 8, pp. 245-290.
- Narayanan, M.P. (1985), Managerial incentives for short-term results, *Journal of Finance*, 40 n.5, pp. 1469–1484.
- OECD (2023) *Corporate governance Factbook 2023*, OECD Publishing, Paris, disponibile al sito: <https://doi.org/10.1787/6d912314-en>.
- Petroboni, G. (2025), *Amsterdam Drive? La mobilità societaria verso i Paesi Bassi: L'attrattività, gli esiti, i problemi*, Giuffrè, Milano.
- Quimby, P.A. (2012), Addressing corporate short-termism through loyalty shares, *Florida State University Law Review*, 40 n.2, pp. 389-413.
- Rigamonti, S. (2025), Corporate Control: persistence and the shifting role of control-enhancing mechanisms in Italian listed firms (1978-2018), *International Review of Law & Economics*, 82, 106260.
- Seligman, J. (1986), Equal protection in shareholder voting rights: The one common share, one vote controversy, *George Washington Law Review*, 54 n.5, pp. 687-724.
- Shearman & Sterling, ISS e ECGI (2016), *Report on the proportionality principle in the European Union*, External study commissioned by the European Commission.
- Smart, S.B., Thirumalai, R.S. e Zutter, C.J. (2008), What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values, *Journal of Accounting and Economics*, 45 n.1, pp. 94–115.

Stein, J.C. (1989), Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 104 n.4, pp. 655–669.

Ventoruzzo, M. (2016), The disappearing taboo of multiple voting shares: regulatory responses to the migration of Chrysler-Fiat, *Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft*, 114 n.2, pp. 192-214.

Zingales, L. (1994), The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience, *Review of Financial Studies*, 7 n.1, pp. 125-148.

Tabella 1. Distribuzione del campione per anno. Campione di 78 società che introducono azioni a voto maggiorato (VM), 6 società con azioni a voto plurimo (VP), e 252 società prive di entrambe le tipologie. Panel A mostra la distribuzione per anno degli eventi di introduzione di azioni a VM, distinguendo per status della società al momento dell'introduzione e tipo di azionista beneficiario. Panel B mostra il numero di osservazioni società-anno per società con azioni a VM, a VP, e prive di entrambe le tipologie.

Panel A. Introduzioni di azioni a VM							
Anno	Status società all'introduzione			Azionista beneficiario			Totale No.
	Quotata	IPO	% quotata	Primo	Solo altri	% primo	
2016	1	1	50.0	2	0	100.0	2
2017	12	0	100.0	12	0	100.0	12
2018	9	3	75.0	12	0	100.0	12
2019	7	4	63.6	11	0	100.0	11
2020	7	1	87.5	8	0	100.0	8
2021	9	3	75.0	10	2	83.3	12
2022	7	1	87.5	8	0	100.0	8
2023	9	3	75.0	11	1	91.7	12
2024	3	0	100.0	3	0	100.0	3
Totale	64	16	80.0	77	3	96.3	80

Panel B. Osservazioni società-anno in base a presenza azioni a VM/VP							
	Società con VM		Società con VP		Società senza VM né VP		Totale No.
	No.	%	No.	%	No.	%	
2016	2	0.9	1	0.4	230	98.7	233
2017	14	6.0	2	0.9	217	93.1	233
2018	26	11.6	2	0.9	197	87.6	225
2019	34	15.5	3	1.4	183	83.2	220
2020	41	18.1	3	1.3	182	80.5	226
2021	49	23.0	4	1.9	160	75.1	213
2022	54	26.6	5	2.5	144	70.9	203
2023	66	31.6	6	2.9	137	65.6	209
2024	61	30.5	6	3.0	133	66.5	200
Totale	347	17.7	32	1.6	1,583	80.7	1,962

Tabella 2. Distribuzione del campione per settore e azionista di controllo. Campione di 78 società che introducono azioni a voto maggiorato (VM) e 252 società prive di azioni a VM e a voto plurimo (VP). Panel A mostra la distribuzione per settore delle società che introducono azioni a VM e società prive di azioni a VM e a VP. Panel B mostra la distribuzione per tipologia di azionista di controllo delle società con azioni a VM e società prive di azioni a VM e a VP.

Panel A. Settore	Società con VM		Società senza VM né VP		Totale	
	No.	%	No.	%	No.	%
Finanziario	9	11.5	60	23.8	69	20.9
Non finanziario	69	88.5	192	76.2	261	79.1
Agricoltura, estrazione, costruzioni	5	6.4	6	2.4	11	3.3
Commercio	5	6.4	16	6.3	21	6.4
Manifatturiero	31	39.7	78	31.0	109	33.0
Servizi	10	12.8	23	9.1	33	10.0
Tecnologia	12	15.4	33	13.1	45	13.6
Trasporto e pubblica utilità	6	7.7	36	14.3	42	12.7
Panel B. Azionista di controllo						
Familiare	66	84.6	138	54.8	204	61.8
Azionariato diffuso	2	2.6	38	15.1	40	12.1
Stato	5	6.4	24	9.5	29	8.8
Finanziario	1	1.3	27	10.7	28	8.5
Eestero	0	0.0	7	2.8	7	2.1
Altro	4	5.1	18	7.1	22	6.7
Totale	78	23.6	252	76.4	330	100

Tabella 3. Statistiche descrittive. Campione di 78 società che introducono azioni a voto maggiorato (VM) e 252 società prive di azioni a VM e a voto plurimo (VP). Le definizioni delle variabili sono riportate in Tabella A1 dell'appendice. Le variabili sono winsorizzate a livello 1%. Il numero di osservazioni di ciascun gruppo è in termini di società-anno. Nella colonna differenza, ***, **, e * indicano rispettivamente i livelli di significatività 1%, 5%, e 10% del t-test (medie) e del Wilcoxon signed-rank test (mediane) sulla differenza tra i due gruppi (test sulle proporzioni in caso di variabili binarie).

	Società con VM (N=568)		Società senza VM né VP (N=1,361)		Differenza con VM - senza VM	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Capitalizzazione di mercato (mln €)	1,237.1	513.6	2,839.4	237.5	-1,820.3***	276.1***
Totale attivo (mln €)	3,906.3	761.0	23,000.0	673.9	-23,593.7***	87.1
Fatturato (mln €)	1,444.4	478.7	3,541.5	320.5	-2,277.2***	158.2**
Età (anni)	55.6	46.5	62.1	44.0	-6.4***	2.5
Acquisizioni (% società)	10.9	-	8.8	-	2.1	-
CAPEX (%)	2.5	1.8	2.6	1.6	-0.1	0.2*
Aumenti di capitale (% società)	3.7	-	3.8	-	-0.1	-
Disponibilità liquide (%)	12.3	10.5	9.9	8.1	2.4***	2.4***
Indebitamento (%)	29.5	28.8	29.9	28.7	-0.4	0.1
Pagamento di dividendi (% società)	65.8	-	58.0	-	7.8***	-
Dividendi/PN (%)	4.5	3.7	3.8	1.3	0.7**	2.4***
ROA (%)	5.1	5.0	2.2	3.3	2.9***	1.7***
ROE (%)	8.9	10.8	3.5	7.5	5.4**	3.3***
Rapporto P/BV	2.7	1.7	2.0	1.2	0.7***	0.5***
Rendimento azionario (%)	12.5	2.8	8.9	-0.1	3.6	2.9*

Tabella 4. Regressione sulla decisione di introduzione di azioni a voto maggiorato. Regressione probabilistica (probit) in cui la variabile dipendente è binaria ed assume valore 1 se azioni a voto maggiorato sono in vigore per una data osservazione società-anno, 0 altrimenti. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate. Le variabili sono winsorizzate a livello 1%. Le definizioni delle variabili sono riportate in Tabella A1 dell'appendice. Sono inclusi effetti fissi per anno. ***, **, e * indicano rispettivamente i livelli di significatività 1%, 5%, e 10% dei coefficienti. Gli errori standard, riportati sotto i coefficienti tra parentesi quadre, sono clusterizzati per società.

		Probit
Azionista di controllo	Familiare	0.4456** [0.1735]
	Stato	-0.0025 [0.2580]
	Azionariato diffuso	-0.3728 [0.3813]
Settore	Finanziario	-0.3389* [0.1898]
	Manifatturiero	-0.1176 [0.1245]
	Tecnologia	-0.1646 [0.1750]
	Trasporto e pubblica utilità	-0.3413* [0.1904]
Variabili Finanziarie	Ln(Totale Attivo)	0.0550* [0.0288]
	Ln(Età)	0.0358 [0.0779]
	Indebitamento	-0.0079 [0.3055]
	Disponibilità liquide	-0.1371 [0.5490]
	ROA	0.8335 [0.5513]
	CAPEX	-4.3401* [2.4649]
	Dividendi/PN	0.1824 [0.3483]
	Rapporto P/BV	-0.0103 [0.0146]
Effetti fissi anno	Si	
Pseudo R2	0.0708	
Osservazioni	1,574	

Tabella 5. Matrice di transizione pre- e post-introduzione di azioni a voto maggiorato. Numero di società i cui diritti di voto del primo azionista ricadono nei seguenti intervalli: <50%; tra 50% e 66.7%; >66.7%. Sulle righe (colonne) è mostrata la situazione prima (dopo) l'introduzione di azioni a voto maggiorato. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate.

Diritti di voto primo azionista		Post-VM						Totale	
		<50%		50% - 66.7%		>66.7%			
		No.	%	No.	%	No.	%	No.	%
Pre-VM	<50%	10	55.6	7	38.9	1	5.6	18	29.5
	50% - 66.7%			8	21.6	29	78.4	37	60.7
	>66.7%			1	16.7	5	83.3	6	9.8
Totale		10	16.4	16	26.2	35	57.4	61	100.0

Tabella 6. Situazione primo azionista pre- e post-introduzione di azioni a voto maggiorato. Valori medi e mediani dei diritti di voto del primo azionista prima e dopo l'introduzione di azioni a voto maggiorato, suddivisi per tipologia di primo azionista. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate.

	N	Pre-VM		Post-VM		Differenza post-pre	
		Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
Familiare	51	54.9	56.4	66.3	69.1	11.5	12.6
Az. diffuso	1	9.6	9.6	14.9	14.9	5.3	5.3
Stato	4	52.6	52.8	63.8	68.1	11.2	15.3
Altro	4	53.8	44.8	66.3	59.4	12.4	14.7
Finanziario	1	20.0	20.0	26.9	26.9	6.9	6.9
Totale	61	53.3	55.0	64.7	68.6	11.3	13.5

Tabella 7. Regressione su acquisizioni e investimenti. Il modello 1 mostra una regressione probabilistica la cui variabile dipendente è binaria ed assume valore 1 se la società ha completato almeno un'acquisizione in un determinato anno. Il modello 2 mostra una regressione binomiale negativa la cui variabile dipendente misura il numero di acquisizioni effettuate dalla società in un determinato anno. Il modello 3 mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente misura il controvalore delle acquisizioni effettuate dalla società in un determinato anno, diviso per la sua capitalizzazione di mercato ad inizio anno. Il modello 4 mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente è il rapporto tra CAPEX e totale attivo a livello di società-anno. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate. Le variabili sono winsorizzate a livello 1%. Le definizioni delle variabili sono riportate in Tabella A1 dell'appendice. Sono inclusi effetti fissi per anno. ***, **, e * indicano rispettivamente i livelli di significatività 1%, 5%, e 10% dei coefficienti. Gli errori standard, riportati sotto i coefficienti tra parentesi quadre, sono clusterizzati per società.

	Acquisizioni			CAPEX /
	Probabilità	Numero	Volume	Totale Attivo
	(1)	(2)	(3)	(4)
	Probit	NB	OLS	OLS
Post-VM	-0.0531 [0.1826]	0.0159 [0.3409]	0.0061 [0.0104]	-0.0050 [0.0031]
VM	0.2743** [0.1204]	0.4420* [0.2275]	-0.0042 [0.0065]	-0.0014 [0.0035]
Familiare	-0.0149 [0.1326]	0.0177 [0.2449]	-0.0223** [0.0108]	-0.0030 [0.0043]
Stato	-0.0436 [0.1820]	-0.0026 [0.3360]	-0.0084 [0.0108]	0.0050 [0.0068]
Azionariato diffuso	0.2802** [0.1354]	0.4055* [0.2415]	0.0691 [0.0540]	-0.0077* [0.0044]
Finanziario	-0.4691*** [0.1785]	-0.7864** [0.3553]	-0.0438 [0.0288]	-0.0195*** [0.0045]
Manifatturiero	-0.2826* [0.1447]	-0.4513 [0.2865]	-0.0312 [0.0197]	0.0100** [0.0043]
Tecnologia	-0.1115 [0.1719]	-0.0529 [0.3180]	-0.0528 [0.0340]	-0.0003 [0.0054]
Trasporto e pubblica utilità	-0.1061 [0.1647]	-0.1587 [0.3057]	-0.0261 [0.0215]	-0.0017 [0.0051]
Ln(Totale Attivo)	0.1144*** [0.0216]	0.2021*** [0.0401]	-0.0055 [0.0047]	0.0002 [0.0006]
Ln(Età)	-0.0555 [0.0569]	-0.0973 [0.1232]	-0.0056 [0.0038]	-0.0012 [0.0014]
Effetti fissi anno	Sì	Sì	Sì	Sì
Pseudo/Adjusted R2	0.0544	0.0403	0.0076	0.1487
Osservazioni	2,551	2,551	2,488	2,426

Tabella 8. Regressione su scelte di finanziamento. Il modello 1 mostra una regressione probabilistica la cui variabile dipendente è binaria ed assume valore 1 se la società ha effettuato almeno un aumento di capitale in un determinato anno. Il modello 2 mostra una regressione binomiale negativa la cui variabile dipendente misura il numero di aumenti di capitale effettuati dalla società in un determinato anno. Il modello 3 mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente misura il controvalore degli aumenti di capitale effettuati a livello di società-anno. Il modello 4 (5) mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente è il rapporto tra disponibilità liquide (debiti finanziari) e totale attivo a livello di società-anno. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate. Le variabili sono winsorizzate a livello 1%. Le definizioni delle variabili sono riportate in Tabella A1 dell'appendice. Sono inclusi effetti fissi per anno. ***, **, e * indicano rispettivamente i livelli di significatività 1%, 5%, e 10% dei coefficienti. Gli errori standard, riportati sotto i coefficienti tra parentesi quadre, sono clusterizzati per società.

	Aumenti di capitale			Disp.liquide /	Debiti finanz. /
	Probabilità	Numero	Volume	Totale Attivo	Totale Attivo
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Probit	NB	OLS	OLS	OLS
Post-VM	-0.2054 [0.1883]	-0.4643 [0.4047]	-0.0068 [0.0086]	0.0078 [0.0139]	0.0498** [0.0209]
VM	0.1783 [0.1601]	0.3376 [0.3229]	-0.0032 [0.0060]	0.0195* [0.0114]	-0.0396* [0.0219]
Familiare	-0.3203** [0.1466]	-0.6367** [0.2851]	-0.0434** [0.0201]	0.0064 [0.0104]	-0.0024 [0.0273]
Stato	0.1457 [0.2387]	0.1789 [0.4784]	-0.0217 [0.0199]	-0.0078 [0.0139]	-0.0170 [0.0397]
Azionariato diffuso	0.1797 [0.1662]	0.3587 [0.3157]	-0.0329 [0.0233]	0.0100 [0.0190]	-0.0064 [0.0362]
Finanziario	0.0080 [0.1893]	0.0349 [0.3529]	0.0074 [0.0164]	-0.0069 [0.0154]	-0.0150 [0.0305]
Manifatturiero	-0.4202*** [0.1420]	-0.8486*** [0.3154]	-0.0052 [0.0090]	0.0265** [0.0120]	-0.0062 [0.0243]
Tecnologia	-0.6591*** [0.2157]	-1.0447* [0.5344]	-0.0180** [0.0088]	0.0078 [0.0153]	-0.0447 [0.0323]
Trasporto e pubblica utilità	-1.1102*** [0.2864]	-2.4899*** [0.7361]	-0.0260*** [0.0087]	0.0295 [0.0209]	0.0771* [0.0396]
Ln(Totale Attivo)	-0.0840*** [0.0255]	-0.1624*** [0.0462]	-0.0027 [0.0018]	-0.0061** [0.0028]	-0.0040 [0.0048]
Ln(Età)	0.2007** [0.0783]	0.4052*** [0.1571]	0.0084* [0.0049]	-0.0034 [0.0052]	0.0165 [0.0121]
Effetti fissi anno	Si	Si	Si	Si	Si
Pseudo/Adjusted R2	0.0991	0.0905	0.007	0.0713	0.0469
Osservazioni	2,551	2,551	2,551	2,295	2,490

Tabella 9. Regressione su dividendi. Il modello 1 mostra una regressione probabilistica la cui variabile dipendente è binaria ed assume valore 1 se la società ha pagato dividendi in un determinato anno. Il modello 2 mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente è il rapporto tra ammontare di dividendi pagati e patrimonio netto a livello di società-anno. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate. Le variabili sono winsorizzate a livello 1%. Le definizioni delle variabili sono riportate in Tabella A1 dell'appendice. Sono inclusi effetti fissi per anno. ***, **, e * indicano rispettivamente i livelli di significatività 1%, 5%, e 10% dei coefficienti. Gli errori standard, riportati sotto i coefficienti tra parentesi quadre, sono clusterizzati per società.

	Probabilità	Dividendi/PN
	(1)	(2)
	Probit	OLS
Post-VM	-0.2294 [0.1842]	-0.0131 [0.0082]
VM	0.4393** [0.1716]	0.0215*** [0.0070]
Familiare	0.0390 [0.1663]	-0.0052 [0.0063]
Stato	0.0734 [0.2777]	0.0144 [0.0157]
Azionariato diffuso	-0.0376 [0.1984]	-0.0048 [0.0093]
Finanziario	0.1793 [0.1803]	0.0157** [0.0080]
Manifatturiero	0.5710*** [0.1749]	0.0150** [0.0059]
Tecnologia	0.5315** [0.2081]	0.0092 [0.0098]
Trasporto e pubblica utilità	0.8041*** [0.2272]	0.0202** [0.0085]
Ln(Totale Attivo)	0.3406*** [0.0302]	0.0051*** [0.0012]
Ln(Età)	-0.1609** [0.0778]	-0.0149*** [0.0033]
Effetti fissi anno	Sì	Sì
Pseudo/Adjusted R2	0.2244	0.1337
Osservazioni	2,551	2,484

Tabella 10. Regressione su performance. Il modello 1 (2) mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente è il Return on Assets (Equity) a livello di società-anno. Il modello 3 (4) mostra una regressione OLS la cui variabile dipendente è il rapporto tra prezzo per azione e patrimonio netto per azione (il rendimento azionario) a livello di società-anno. Campione di 61 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 60 società già quotate. Le variabili sono winsorizzate a livello 1%. Le definizioni delle variabili sono riportate in Tabella A1 dell'appendice. Sono inclusi effetti fissi per anno. ***, **, e * indicano rispettivamente i livelli di significatività 1%, 5%, e 10% dei coefficienti. Gli errori standard, riportati sotto i coefficienti tra parentesi quadre, sono clusterizzati per società.

	Performance contabile		Performance di mercato	
	ROA (1)	ROE (2)	Rapporto P/BV (3)	Rendimento azionario (4)
Post-VM	-0.0114 [0.0107]	0.0501 [0.0439]	0.2970 [0.4486]	-0.0606* [0.0344]
VM	0.0354*** [0.0108]	0.0367 [0.0323]	0.2885 [0.3323]	0.0776*** [0.0262]
Familiare	0.0117 [0.0089]	0.0179 [0.0319]	0.7810*** [0.2835]	-0.0230 [0.0230]
Stato	0.0111 [0.0176]	0.0078 [0.0526]	0.3821 [0.4584]	-0.0243 [0.0299]
Azionariato diffuso	-0.0167 [0.0144]	-0.0159 [0.0407]	-0.0423 [0.2601]	0.0257 [0.0346]
Finanziario	0.0103 [0.0143]	0.0091 [0.0483]	-0.2470 [0.4759]	0.0065 [0.0309]
Manifatturiero	0.0640*** [0.0131]	0.0775 [0.0482]	-0.1552 [0.4434]	0.0123 [0.0237]
Tecnologia	0.0511*** [0.0182]	0.0793 [0.0590]	0.3094 [0.5333]	0.0837** [0.0409]
Trasporto e pubblica utilità	0.0334** [0.0159]	0.0174 [0.0662]	0.1196 [0.6613]	0.0209 [0.0280]
Ln(Totale Attivo)	0.0140*** [0.0028]	0.0345*** [0.0086]	-0.1408 [0.0899]	-0.0027 [0.0050]
Ln(Età)	-0.0118** [0.0048]	-0.0337** [0.0164]	-0.1846 [0.1903]	0.0230** [0.0109]
Effetti fissi anno	Si	Si	Si	Si
Adjusted R2	0.1448	0.0241	0.0477	0.1512
Osservazioni	2,439	2,494	2,468	2,491

Figura 1. Posizione del primo azionista pre- e post-introduzione di azioni a voto maggiorato. I grafici mostrano l'andamento del valore medio dei diritti di voto del primo azionista nell'intorno di [-5,+5] anni a cavallo dell'introduzione di azioni a voto maggiorato. Il grafico superiore incorpora tutte le società, mentre il grafico inferiore incorpora solo le società con dati disponibili per l'intero intervallo di tempo considerato. Campione di 59 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 59 società già quotate (esclusa una società con doppia introduzione).

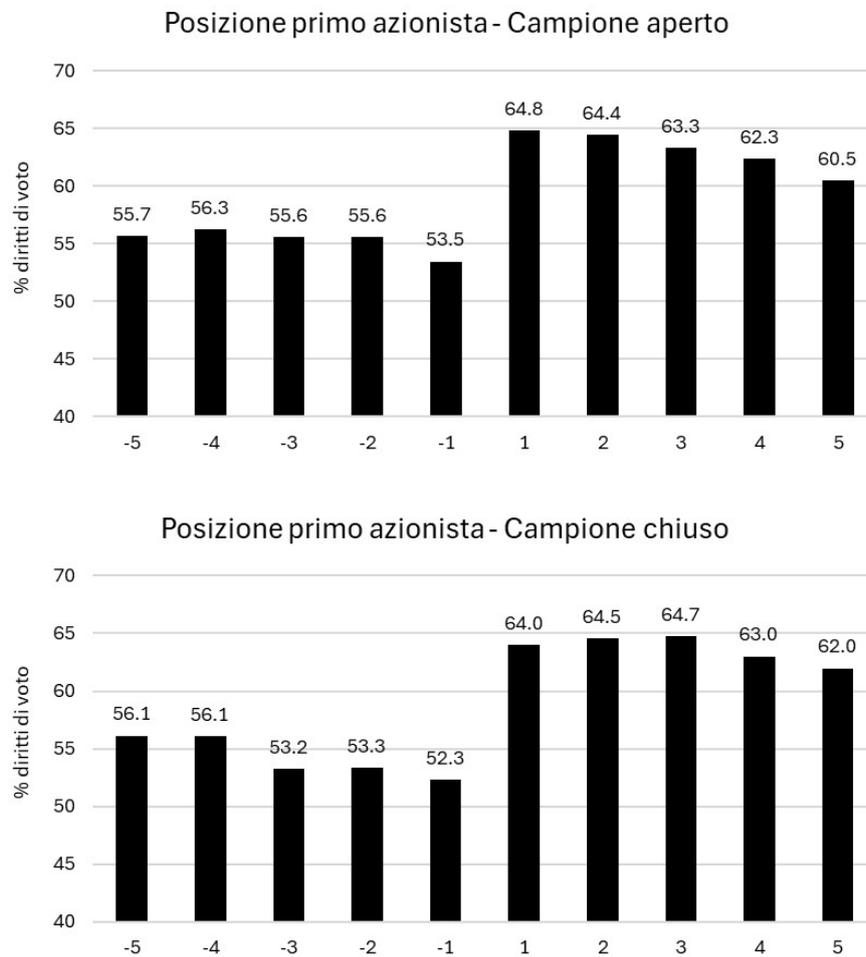
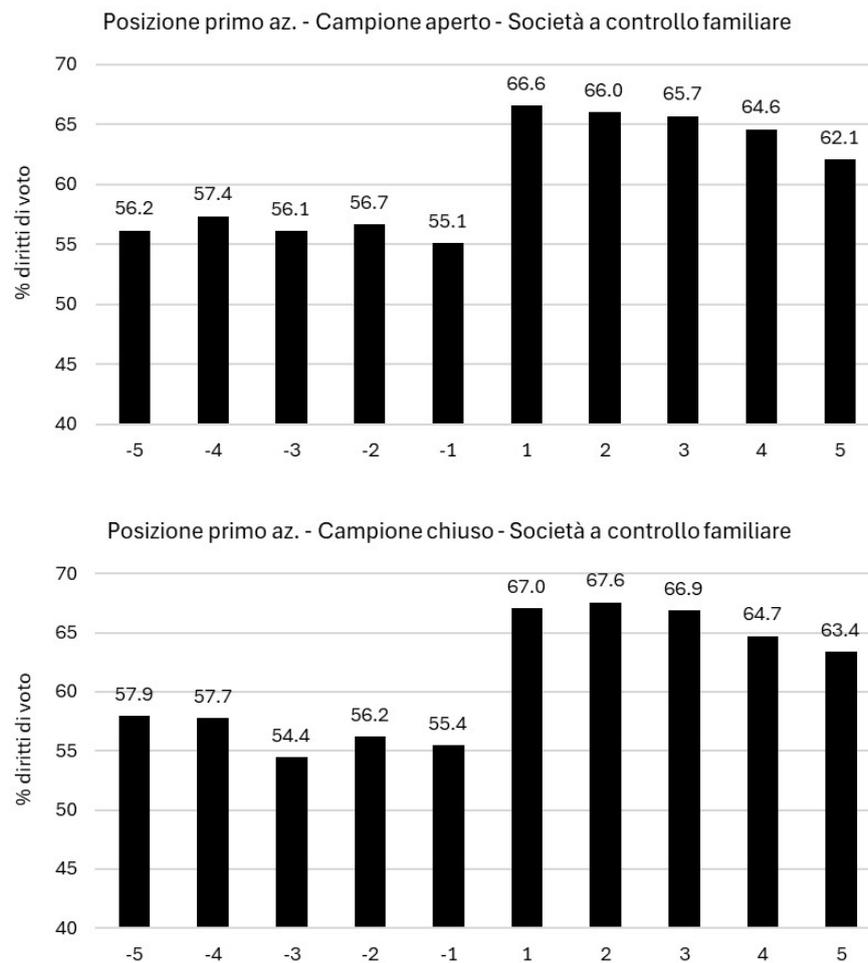


Figura 2. Posizione del primo azionista di società a controllo familiare pre- e post-introduzione di azioni a voto maggiorato. I grafici mostrano, per le sole società a controllo familiare, l'andamento del valore medio dei diritti di voto del primo azionista nell'intervallo di [-5,+5] anni a cavallo dell'introduzione di azioni a voto maggiorato. Il grafico superiore incorpora tutte le società a controllo familiare, mentre il grafico inferiore incorpora solo le società a controllo familiare con dati disponibili per l'intero intervallo di tempo considerato. Campione di 59 introduzioni di azioni a voto maggiorato a beneficio del primo azionista da parte di 59 società già quotate (esclusa una società con doppia introduzione).



Appendice - Tabella A1. Definizione delle variabili

Variabile	Definizione	Fonte
Acquisizioni (dummy)	Variabile binaria uguale a 1 se la società ha effettuato almeno un'acquisizione nell'anno considerato	LSEG, Orbis M&A
Acquisizioni (numero)	Numero di acquisizioni effettuate dalla società in un determinato anno	LSEG, Orbis M&A
Acquisizioni (volume)	Controvalore delle acquisizioni effettuate dalla società in un determinato anno, diviso per la sua capitalizzazione di mercato ad inizio anno	LSEG, Orbis M&A
Aumenti di capitale (dummy)	Variabile binaria uguale a 1 se la società ha effettuato almeno un aumento di capitale nell'anno considerato	LSEG
Aumenti di capitale (numero)	Numero di aumenti di capitale effettuati dalla società in un determinato anno	LSEG
Aumenti di capitale (volume)	Volume degli aumenti di capitale effettuati a livello di società-anno, definito come rapporto tra numero di azioni emesse e numero di azioni esistenti pre-aumento	LSEG
CAPEX	Spese in conto capitale (<i>capital expenditures</i>) / totale attivo	LSEG
Capitalizzazione di mercato	Prezzo per azione moltiplicato per numero di azioni emesse	LSEG
Disponibilità liquide	Disponibilità liquide / totale attivo	LSEG
Dividendi/PN	Dividendi pagati (in contanti) / patrimonio netto	LSEG
Età	Età dall'anno di fondazione dell'attività	LSEG, sito web società
Fatturato	Ricavi da vendite	LSEG
Indebitamento	Debiti finanziari / totale attivo	LSEG
Pagamento di dividendi	Variabile binaria uguale a 1 se la società ha pagato dividendi (in contanti) nell'anno considerato	LSEG
Post-VM	Variabile binaria uguale a 1 per le società-anno in cui il primo azionista possiede azioni a voto maggiorato	CONSOB
Rapporto P/BV	Prezzo per azione / patrimonio netto per azione	LSEG
Rendimento azionario	Rendimento annuale dell'azione della società	LSEG
ROA	Return on Assets (EBIT/totale attivo)	LSEG
ROE	Return on Equity (utile netto/patrimonio netto)	LSEG
Totale attivo	Totale attività	LSEG
VM	Variabile binaria (statica) uguale a 1 per le società in cui il primo azionista possiede azioni a voto maggiorato in almeno un anno del periodo considerato	CONSOB