

FIN-GOV

Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

# 10 ANNI DI AZIONI A VOTO MAGGIORATO IN ITALIA: CONCLUSIONI

*Massimo Belcredi*

## Maggiorazione usata da 78 società

- Quali società l'hanno utilizzata?
  - Soprattutto **società familiari**, non finanziarie, medio-grandi
  - No società «giovani» e in settori high-tech
- **Maggiorazione non pare avere sortito gli effetti desiderati dal legislatore**
  - Numero di società quotate è diminuito (da 240 a 198)
  - Numero di società emigrate è aumentato (17 al 2021)
  - Non ha indotto le società con VM a maggiore crescita (né esterna, né interna)
  - Né le ha indotte a fare maggior ricorso al mercato azionario (anzi, aumenta debito)
  - Non è servita a proteggere fondatori «visionari»
  - Ha invece indotto soci di controllo a **rafforzare presa su assemblea** ordinaria e soprattutto straordinaria
- **Strumento utile per azionisti di controllo** ma **potenzialmente costoso per le società**
  - Società con investimenti più alti (più esposte al giudizio degli investitori) la usano meno
  - Riduzione rendimenti azionari = indizio di possibile disaffezione investitori

La maggiorazione è uno strumento equilibrato? O correttivi sono necessari/opportuni?

- Introduzione post quotazione **non consente difesa** a soci di minoranza
  - Anzi, azionista già «maggiorato» ha voti doppi in delibera su eventuale super-maggiorazione
  - L'attuale **disciplina del recesso** offre tutele sufficienti, come prezzo e condizioni?
    - Diritto di recesso attribuito solo nel caso di super-maggiorazione
- **Non trasferibilità favorisce *entrenchment*** (socio di controllo non può monetizzare diritti maggiorati in caso di cessione)
  - Rischio di trascurare opportunità di cessione *value-enhancing*
  - Problema più grave per voto super-maggiorato

## Super-maggiorazione e soglie di controllo

Diritti di voti del primo azionista in presenza di voto multiplo/maggiorato (HP: Solo socio di riferimento detiene azioni a voto multiplo/maggiorato)										
Voti per azione socio di riferimento	No. voti x azione (k)									
	1	2	3	5	6	7	8	9	10	
Quota (x) di azioni ordinarie detenute										
10%	10%	18%	25%	36%	40%	44%	47%	50%	53%	
20%	20%	33%	43%	56%	60%	64%	67%	69%	71%	
30%	30%	46%	56%	68%	72%	75%	77%	79%	81%	
33.33%	33%	50%	60%	71%	75%	78%	80%	82%	83%	
40%	40%	57%	67%	77%	80%	82%	84%	86%	87%	
50%	50%	67%	75%	83%	86%	88%	89%	90%	91%	
60%	60%	75%	82%	88%	90%	91%	92%	93%	94%	
66.67%	67%	80%	86%	91%	92%	93%	94%	95%	95%	
Legenda Colori										
	minoranza non di blocco									
	controllo di fatto (oltre soglia OPA)									
	controllo di diritto (assemblea ordinaria)									
	controllo assemblea straordinaria									

- Maggiorazione è avvenuta partendo da aree in giallo e arancione, dove è più facile superare «soglie»
- Super-maggiorazione porta tendenzialmente movimenti nell'«area verde»
  - l'azionista di controllo già controlla l'assemblea straordinaria e dunque ha un incentivo più limitato a ulteriori potenziamenti del diritto di voto
  - A meno di effettive operazioni di M&A (mancate nei 10 anni passati)

### Disciplina italiana lascia **massima libertà** a società (e azionisti di controllo)

- Non solo consente introduzione post-quotazione
- Ma **non pone limiti** a maggiorazione, **né per materia, né per durata**
  - Altrove non è così: es. MVSS **impone** limiti per materia, **consente** limiti (*sunset clauses*) per durata
  - È opportuno introdurre limiti?
- Ha portato, di fatto, a un utilizzo molto libero dello strumento
  - Il socio di controllo **gode dei diritti maggiorati anche se la società non fa nulla** di quanto si attendeva il legislatore (non cresce, non fa operazioni di M&A, non fa aumenti di capitale, ecc.)
  - Di nuovo, è opportuno introdurre limiti?