

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

*Massimo Belcredi*

*Silvia Rigamonti*

*Andrea Signori*

## Ringraziamenti



- Sponsor e sostenitori di FIN-GOV



# Contesto di riferimento e obiettivi della ricerca

## Il contesto

- Il principio *one-share one-vote* è oggi posto in discussione
- Numerosi Paesi hanno introdotto o potenziato sistemi di azioni a voto differenziato
  - Vario successo tra gli emittenti
  - Forti perplessità degli investitori istituzionali
- In Italia il punto di svolta è segnato dalla legge 116 del 2014 che:
  - a) Introduce – tramite il nuovo art. 127-*quinquies* del TUF – la facoltà per le **società quotate** di attribuire un **voto maggiorato** (fino a 2x) agli azionisti “fedeli” (detenzione continuativa  $\geq 24$  mesi)
  - b) Abroga il divieto di emissione di azioni a **voto plurimo**, sostituito nell’art.2351 C.C. da un mero cap (3x)
  - c) Conserva – tramite il nuovo art. 127-*sexies* del TUF – il divieto di emissione per le società quotate, che però possono mantenere le azioni a voto plurimo emesse ante quotazione

Rendere il mercato italiano più competitivo e attrattivo. In particolare:

- Necessità di aggiornare l'ordinamento italiano, eliminandone gli elementi di «svantaggio competitivo» (strumenti analoghi sono presenti in altri Paesi UE)
  - «frenare la fuga verso l'Olanda»
- Attrarre più società alla quotazione, superando il timore degli azionisti di perdere il controllo
  - e mantenere vitale l'«ecosistema» della Borsa
- Favorire la crescita aziendale senza rischio di indebolimento del controllo
  - superare il «nanismo» delle imprese italiane

## Azioni a voto differenziato: la visione economica

### Vantaggi:

- Rafforzano il potere degli azionisti di controllo e riducono lo *short-termism*
- Possono incentivare strategie di sviluppo:
  - Operazioni di crescita esterna
  - Ricorso al mercato azionario per progetti di lungo termine

### Criticità:

- Rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza
- Maggior rischio di *entrenchment*
- Minore disciplina del mercato
- Aumento dei costi di agenzia

Dieci anni dopo si può dire che gli obiettivi del legislatore sono stati raggiunti?

Analisi degli effetti dell'adozione di azioni a voto maggiorato su:

- Struttura proprietaria
- Decisioni aziendali
  - Politiche di investimento
  - Ricorso al mercato dei capitali
  - Performance dell'impresa

# Analisi descrittive

## La ricerca: metodologia e campione

- Società quotate sul listino principale dal 2014 al 2024
  - Solo maggiorazione 2x; NO voto super-maggiorato (possibile dal 2025)
- Data d'interesse: effettiva maturazione del voto maggiorato
- Le società quotate:
  - società con voto maggiorato (VM): 78 (23,6%)
  - società prive di VM: 252
  - totale: 330
  - *(escluse 6 società con azioni a voto plurimo (VP))*
- Beneficiario della maggiorazione è quasi sempre l'azionista di controllo

## Chi utilizza la maggiorazione

- Soprattutto **società a controllo familiare**, specie nei settori non finanziari
- NO legame con settore tecnologico (HP di utilizzo da società innovative («fondatore visionario») non è verificata)

|                            | Totale     |            | Società con VM |            |
|----------------------------|------------|------------|----------------|------------|
|                            | No.        | %          | No.            | %          |
| <b>Familiare</b>           | 204        | 61.8       | 66             | 84.6       |
| <b>Azionariato diffuso</b> | 40         | 12.1       | 2              | 2.6        |
| <b>Stato</b>               | 29         | 8.8        | 5              | 6.4        |
| <b>Finanziario</b>         | 28         | 8.5        | 1              | 1.3        |
| <b>Eestero</b>             | 7          | 2.1        | 0              | 0.0        |
| <b>Altro</b>               | 22         | 6.7        | 4              | 5.1        |
| <b>Totale</b>              | <b>330</b> | <b>100</b> | <b>78</b>      | <b>100</b> |

## Le caratteristiche delle società con VM: analisi univariata

Dimensione maggiore (in media, non in mediana)

Leggermente più giovani (55,6 vs. 62,1 anni, in media)

- Età comunque elevata

Politiche di investimento

- Crescita esterna (via M&A): nessuna differenza
- Crescita interna (via CAPEX): leggermente superiore (solo in mediana)

Scelte di finanziamento

- Aumenti di capitale e indebitamento: nessuna differenza
- Disponibilità liquide: maggiori

Politica dei dividendi

- Frequenza e importo dei dividendi: maggiori

Performance

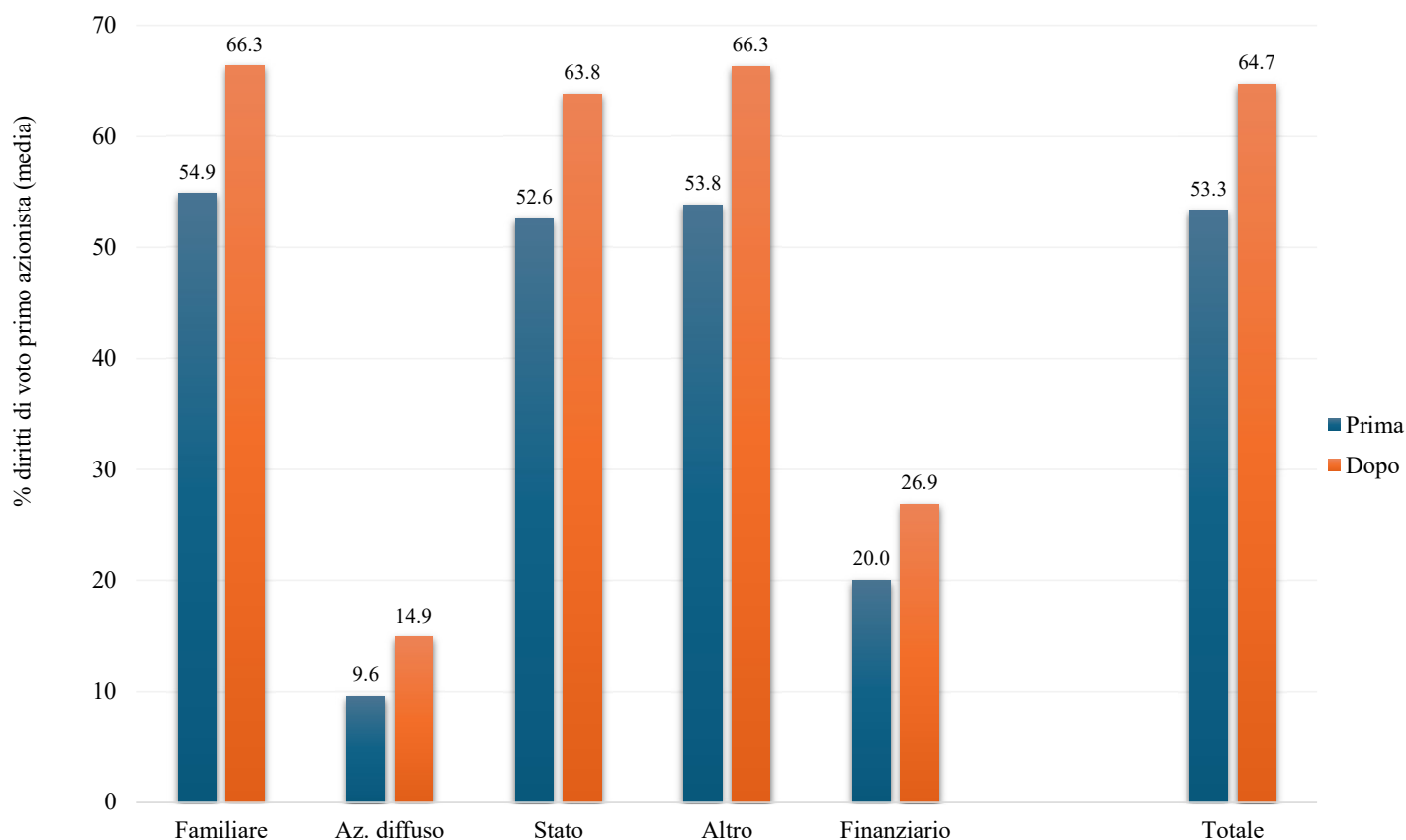
- Rendimento contabile (ROA, ROE): migliore
- Valutazione di mercato (P/BV): migliore
- Rendimento azionario: migliore (ma solo marginalmente significativo in mediana)

## Le determinanti dell'introduzione del VM: analisi multivariata

- Variabili significative:
  - Imprese a **controllo familiare** (+)
- Variabili marginalmente significative:
  - Settori regolati (**finanziario, trasporti, utilities**) (-)
  - Imprese di grandi **dimensioni** (maggiore complessità) (+)
  - Intensità degli investimenti fissi (**CAPEX**) (-) : Imprese con forti investimenti - più esposte al giudizio del mercato - preferiscono strutture di voto simmetriche per attrarre capitale più facilmente
- Altre variabili non hanno effetti significativi. In particolare:
  - **Età** dell'impresa
  - Settore **tecnologico**
  - **Struttura finanziaria**
  - **Politica dividendi**

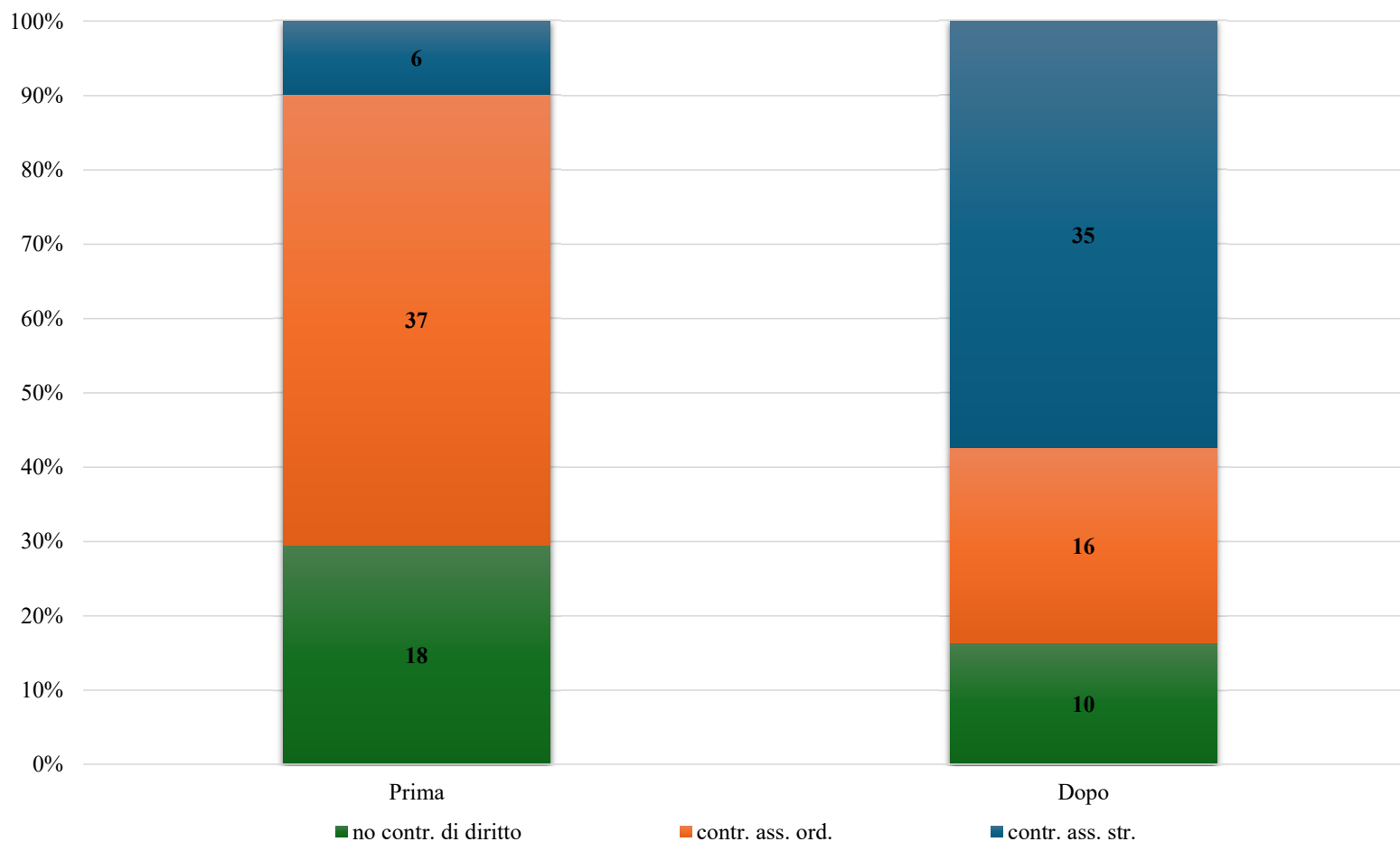
# Evoluzione del controllo

## Voting rights pre e post adozione VM



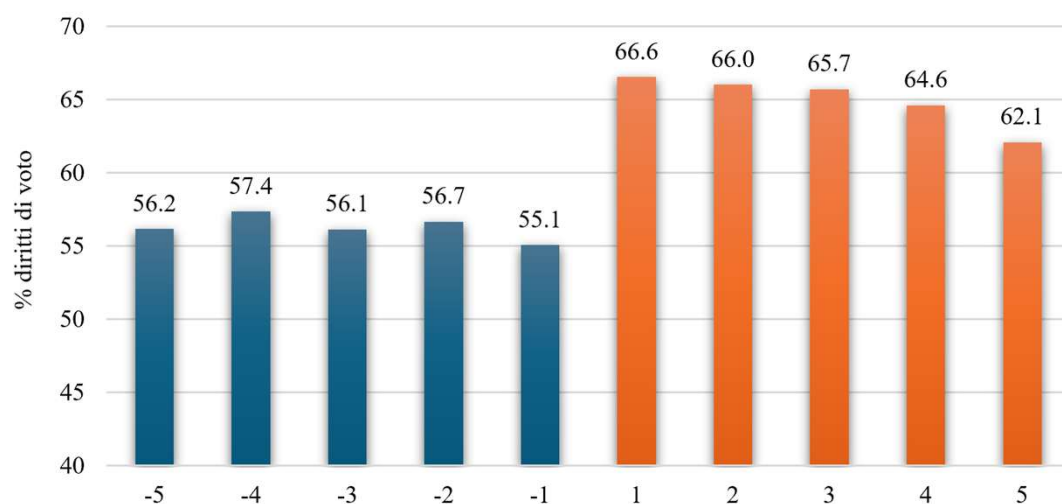
- Primo azionista detiene già – ante maturazione del voto maggiorato – la maggioranza assoluta dei diritti di voto
- Post-maggiorazione, raggiunge controllo di diritto dell'assemblea straordinaria
- Secondo Consob, *turnout* medio = 70%; per controllare la straordinaria basta meno di 2/3 dei voti

## Frequenza di raggiungimento delle varie soglie di controllo

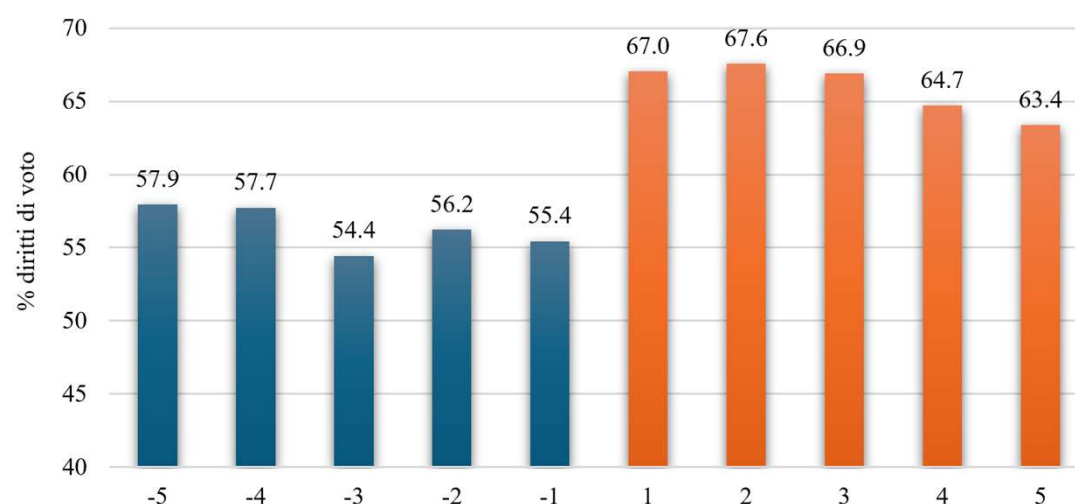


# Dinamica del controllo nelle società a controllo familiare

Posizione primo az. - Campione aperto - Società a controllo familiare



Posizione primo az. - Campione chiuso - Società a controllo familiare



- Dopo qualche anno **diluizione marginale** della quota di controllo della famiglia
- Possibili interpretazioni:
  - Legame con crescita? Operazioni di M&A? Aumenti di capitale?
  - O diversificazione del patrimonio/liquidazione di familiari?

# Effetti sulle decisioni aziendali

# Obiettivi dell'analisi e aspetti metodologici

## Obiettivo:

- Il rafforzamento dei diritti di voto per l'azionista di controllo aumenta propensione verso strategie di crescita, apertura nei confronti del mercato azionario o un miglioramento dei risultati d'impresa?

## Variabili

- **VM**: variabile binaria = 1 se la società ha adottato voto maggiorato (anche nel periodo pre-introduzione), 0 altrimenti
- **Post-VM**: variabile binaria = 1 per gli anni post-maturazione del voto maggiorato, 0 per gli anni precedenti

## Interpretazione:

- *VM* → differenze strutturali tra imprese che adottano e non adottano il meccanismo
- *Post-VM* → cambiamenti persistenti dopo l'effettiva maggiorazione, rispetto al periodo precedente

**Controlli:** tipologia di azionista di controllo, settore, dimensione, età della società, effetti fissi per anno (non riportate nelle tabelle seguenti)

## Politica degli investimenti (1)



UNIVERSITÀ  
CATTOLICA  
del Sacro Cuore

|                | Acquisizioni |          |          | CAPEX / Totale |
|----------------|--------------|----------|----------|----------------|
|                | Probabilità  | Numero   | Volume   | Attivo         |
| <b>Post-VM</b> | -0.0531      | 0.0159   | 0.0061   | -0.0050        |
|                | [0.1826]     | [0.3409] | [0.0104] | [0.0031]       |
| <b>VM</b>      | 0.2743**     | 0.4420*  | -0.0042  | -0.0014        |
|                | [0.1204]     | [0.2275] | [0.0065] | [0.0035]       |

## Politica degli investimenti (2)

### VM

Le società che adottano il voto maggiorato, in media:

- fanno acquisizioni con maggior frequenza
- non effettuano operazioni di maggiori dimensioni
- non effettuano più investimenti fissi (CAPEX)

### Post-VM

- Dopo la maturazione del voto maggiorato non si verificano variazioni significative nelle decisioni di investimento rispetto al periodo precedente
- ➔ **la maggiorazione non modifica il comportamento delle società**

## Scelte di finanziamento (1)

|                | Aumenti di capitale |          |          | Disp.liquide / | Debiti finanz. / |
|----------------|---------------------|----------|----------|----------------|------------------|
|                | Probabilità         | Numero   | Volume   | Totale Attivo  | Totale Attivo    |
| <b>Post-VM</b> | -0.2054             | -0.4643  | -0.0068  | 0.0078         | 0.0498**         |
|                | [0.1883]            | [0.4047] | [0.0086] | [0.0139]       | [0.0209]         |
| <b>VM</b>      | 0.1783              | 0.3376   | -0.0032  | 0.0195*        | -0.0396*         |
|                | [0.1601]            | [0.3229] | [0.0060] | [0.0114]       | [0.0219]         |

## Scelte di finanziamento (2)

### VM

Le società che adottano il voto maggiorato presentano:

- disponibilità liquide leggermente superiori
- un grado di indebitamento leggermente inferiore rispetto alle altre società

### Post-VM

L'entrata in vigore della maggiorazione:

- **non produce effetti** statisticamente significativi su probabilità, numero o volume degli **aumenti di capitale**
- **non modifica significativamente la liquidità** nel periodo successivo
- è invece associata ad un **aumento significativo dell'indebitamento**

|         | Probabilità | Dividendi/PN |
|---------|-------------|--------------|
| Post-VM | -0.2294     | -0.0131      |
|         | [0.1842]    | [0.0082]     |
| VM      | 0.4393**    | 0.0215***    |
|         | [0.1716]    | [0.0070]     |

- Le società con VM sono più propense a distribuire dividendi e distribuiscono altresì una quota maggiore di dividendi
- **No effetti statisticamente significativi post-maggiorazione**
- ➔ La maggiorazione non modifica i comportamenti delle società

## Performance

|                | Performance contabile |          | Performance di mercato |                      |
|----------------|-----------------------|----------|------------------------|----------------------|
|                | ROA                   | ROE      | Rapporto P/BV          | Rendimento azionario |
| <b>Post-VM</b> | -0.0114               | 0.0501   | 0.2970                 | -0.0606*             |
|                | [0.0107]              | [0.0439] | [0.4486]               | [0.0344]             |
| <b>VM</b>      | 0.0354***             | 0.0367   | 0.2885                 | 0.0776***            |
|                | [0.0108]              | [0.0323] | [0.3323]               | [0.0262]             |

Post-VM:

- ➔ coefficiente del rendimento azionario negativo e significativo (seppur solo al 10%)
- ➔ flessione nel rendimento azionario nel periodo successivo all'entrata in vigore del meccanismo

## Conclusioni

- Gli obiettivi del legislatore sono stati raggiunti?
- I risultati **non supportano** l'idea che il voto maggiorato renda le imprese:
  - **più propense a crescere**, per via esterna (acquisizioni) o interna (CAPEX)
  - **più propense a ricorrere al mercato azionario**
  - anzi, dopo la maturazione del voto maggiorato, le società fanno **più intenso ricorso al debito**, non ad aumenti di capitale
  - c'è qualche indizio di possibile disaffezione degli investitori (riduzione dei rendimenti azionari post-maturazione del voto maggiorato)
- Il **primo azionista** ha usato il voto maggiorato per raggiungere soglie di controllo cui sono associati rilevanti effetti giuridici (**controllo dell'assemblea ordinaria e, soprattutto, di quella straordinaria**)
- Complessivamente, lo strumento pare essere stato più **utile agli azionisti di controllo** che alle società

# Grazie per l'attenzione!

**Prof. Massimo Belcredi**  
Ordinario di Finanza aziendale  
Direttore FIN-GOV  
Centro di ricerche finanziarie  
sulla corporate governance  
Università Cattolica del S. Cuore  
Via Necchi, 7  
20123 Milano  
[massimo.belcredi@unicatt.it](mailto:massimo.belcredi@unicatt.it)

**Prof.ssa Silvia Rigamonti**  
Associato di Finanza aziendale  
Centro di ricerche finanziarie  
sulla corporate governance  
Università Cattolica del S. Cuore  
Via Necchi, 7  
20123 Milano  
[silvia.rigamonti@unicatt.it](mailto:silvia.rigamonti@unicatt.it)

**Prof. Andrea Signori**  
Ordinario di Finanza aziendale  
Centro di ricerche finanziarie  
sulla corporate governance  
Università Cattolica del S. Cuore  
Via Necchi, 7  
20123 Milano  
[andrea.signori@unicatt.it](mailto:andrea.signori@unicatt.it)