



Milano, 25/03/2022

Spett. Ministero dell'Economia e delle Finanze  
Dipartimento del Tesoro  
[mercatiperlacrescita@mef.gov.it](mailto:mercatiperlacrescita@mef.gov.it)

**Oggetto: Commenti e considerazioni su alcune tematiche discusse nel Libro Verde su “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”**

## 1. Premessa

Nel ringraziare il Dipartimento del Tesoro per l'opportunità offerta, il sottoscritto intende sottoporre alcune riflessioni in merito al documento (Libro Verde 2022) posto in consultazione.

Le riflessioni che seguono vertono su un tema specifico: *“i possibili profili di svantaggio competitivo del nostro ordinamento considerato che, nonostante l'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato già presenti anche nel nostro ordinamento a partire dal 2014, negli ultimi anni alcuni gruppi italiani hanno trasferito la sede sociale in altro Stato membro”* (Libro Verde 2022, p.14).

Più in particolare, le riflessioni si appuntano *“sull'efficacia delle previsioni normative che consentono un potenziamento dei diritti di voto (voto plurimo e maggiorato) e sull'opportunità di un possibile potenziamento di tali misure per favorire l'apertura delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione”* (Allegato Tecnico al Libro Verde 2022, p.31).

Obiettivo dei commenti di seguito riportati è duplice:

- a) da un lato, proporre una sintesi di alcuni studi recenti (non riportati tra le fonti bibliografiche citate nel Libro Verde);
- b) dall'altro, offrire dati che possano consentire al MEF di fondare le proprie scelte di *policy* su una base informativa il più possibile ampia e completa.



## 2. La necessità di aggiornare gli studi citati nel Libro Verde

Il Libro Verde fonda le proprie proposte di *policy* sui risultati di alcuni studi, diffusamente citati. Alcuni di essi hanno carattere scientifico (Oecd 2020, Oxera 2020), altri raccolgono le opinioni di gruppi di *practitioners* (HLF 2020, TEGS 2020), cui si aggiungono i risultati della consultazione europea sul c.d. *Listing Act* (EU Commission 2021).

Con riferimento al tema qui considerato, tuttavia, la letteratura citata appare incompleta, sicché risulta prematura la conclusione secondo cui “numerosi studi” confermerebbero l’opportunità di una riflessione sull’efficacia dello strumento “*dual-class shares*” (nella variante rappresentata dalle azioni a voto plurimo e maggiorato, di recente re-introduzione in Italia<sup>1</sup>) al fine di incrementare l’attrattività del mercato italiano dei capitali e/o di favorire l’apertura al mercato delle società.

A parere di chi scrive, l’opportunità di un intervento legislativo in materia di *dual-class shares* deve fondarsi su un’analisi completa degli studi in materia. Quella riportata nel Libro Verde non lo è, e deve essere integrata almeno sotto tre profili, di seguito commentati.

### 2.1. La letteratura teorica

Anzitutto, al contrario di quanto affermato negli studi citati, l’utilità delle *dual-class shares* per le società quotate è un tema altamente controverso<sup>2</sup>, e non da ora. Si confrontano sul punto posizioni molto diverse (cfr. ad esempio la rassegna in Bajo *et al* 2020)<sup>3</sup>:

- a) Secondo un primo filone di studi, tali strumenti sono utili, soprattutto nelle fasi iniziali di vita di imprese innovative, per consentire all’imprenditore “visionario” di effettuare politiche di crescita aggressive, senza il timore di perdere il controllo della società e senza quindi essere soggetto alle pressioni di investitori eccessivamente interessati a un orizzonte di breve periodo (*short-termism*);
- b) Secondo un diverso filone di studi, tuttavia, le *dual-class shares* sono uno strumento che consente a manager in conflitto di interessi di blindare la propria posizione (*entrenchment*), perseguendo strategie subottimali (ad es. attraverso

---

<sup>1</sup> Nel prosieguo si farà sinteticamente riferimento al ricorso a voto maggiorato o multiplo come strutture *dual-class*. È possibile, tuttavia, ottenere risultati simili in termini di separazione tra proprietà e controllo attraverso l’emissione di azioni a voto limitato (o prive di diritto di voto) o altri c.d. *control-enhancing mechanisms* (CEMs), dalla partecipazioni incrociate ai gruppi piramidali.

<sup>2</sup> Nelle parole di Gurreea-Martinez (2021): “*Dual-class shares have become one of the most controversial issues in today’s capital markets and corporate governance debates around the world*”.

<sup>3</sup> Il tema teorico è generalmente affrontato dal punto di vista dell’imprenditore che porta la società in quotazione. Considerazioni in parte diverse suscita l’eventuale introduzione di maggiorazioni di voto dopo la quotazione, poiché in tal caso agli effetti sul valore complessivo possono affiancarsi rilevanti effetti redistributivi a favore dei soggetti che ricevono una maggiorazione dei diritti di voto (e a discapito dei soggetti che restano con azioni con diritti inferiori). In sintesi, gli effetti sulla dimensione della torta non sono tutto, poiché l’attribuzione di voti differenziati può alterare il modo in cui la torta è suddivisa tra diverse categorie di azionisti.



il consumo di benefici privati), a danno del valore complessivo dell'impresa (Masulis *et al* 2009; Li e Zaiats 2017);

- c) Secondo un terzo filone di studi, l'imprenditore che porta in quotazione la società che ha fondato sceglierà la struttura proprietaria post quotazione ottimale, tenendo conto di vari fattori: il prezzo a cui riesce a collocare le azioni, il valore delle azioni di cui conserva la proprietà, i benefici privati del controllo e infine i costi da mancata diversificazione che affronta se mantiene una quota elevata (di controllo) di capitale. In tale cornice l'eventuale mancato ricorso a *dual class shares* può essere semplicemente il frutto di un calcolo di convenienza che porta l'imprenditore verso diversi assetti proprietari. Non si può quindi giudicare automaticamente il mancato utilizzo dello strumento come un "insuccesso".

La letteratura teorica non dimostra una chiara superiorità delle *dual-class shares*. Anzi, essa pare propendere per un principio *one size does not fit all*. Le azioni a voto maggiorato/multiplo possono essere utili in alcune situazioni e dannose in altre.

## 2.2. Gli studi empirici

Il tema delle *dual-class shares* non è controverso solo a livello teorico. Gli studi empirici disponibili non hanno raggiunto evidenze conclusive, in un senso o nell'altro, riguardo all'opportunità della loro introduzione. Ad esempio gli studi disponibili per il caso francese hanno mostrato che il cambiamento di standard<sup>4</sup> rispetto all'adozione del voto maggiorato non ha sostanzialmente modificato le opzioni degli emittenti; inoltre, non paiono essersi verificati effetti di valore particolarmente pronunciati (Becht *et al* 2020, Belot *et al* 2019, Bourveau *et al* 2021). Ancora, si fa spesso riferimento all'esperienza scandinava come un modello virtuoso, in cui il ricorso al voto multiplo non ha portato a un eccessivo sfruttamento di benefici privati; peraltro, studi recenti (Sekerci 2018) mostrano che in Svezia il ricorso alle *dual-class shares* è fortemente associato con una riduzione degli investimenti societari e un incremento dei dividendi, ossia il risultato opposto alla riduzione dello *short-termism* che si vorrebbe raggiungere per tale via. Analoghi risultati sono stati evidenziati da Jordan *et al* (2014) per gli Stati Uniti.

Particolarmente cospicua appare l'omissione – negli studi citati dal Libro Verde – di un importante (e recente) filone di studi che, facendo uso di dati di lungo periodo, mette in luce l'esistenza di un "ciclo vitale" delle *dual-class shares*. In estrema sintesi, tali strumenti paiono generalmente bene accolti dal mercato<sup>5</sup> al momento della loro introduzione: le società che adottano strutture *dual-class* trattano a premio rispetto a quelle che non le hanno introdotte. Peraltro, col passare degli anni, il rapporto si inverte, e le società con strutture *dual-class* finiscono per trattare a sconto rispetto alle altre (Cremers *et al* 2019, Kim e Michaely 2020). Tali studi confermano che gli effetti

---

<sup>4</sup> La *Loi Florange* del 2014 ha modificato il sistema di *default* da *one-share-one-vote* a previsione di azioni a voto maggiorato, in ambedue i casi, con facoltà di *opt-out* e passaggio al sistema alternativo. Il numero di anni di possesso ininterrotto che garantisce l'accesso al voto maggiorato è tipicamente pari a 2 anni, ma si riscontrano anche intervalli di tempo più lunghi (fino a 10 anni).

<sup>5</sup> Si fa riferimento al ricorso a tali strumenti in fase di quotazione (non a quotazione avvenuta, con i connessi, possibili effetti redistributivi).



dell'introduzione delle *dual-class shares* variano in misura significativa a seconda delle particolarità del singolo ordinamento, e anche delle caratteristiche della società che le adotta (Gurrea-Martinez 2021).

Ciò è, d'altro canto, coerente con la cornice teorica sopra riportata: perfino nell'ipotesi dell'imprenditore "visionario", è presumibile che le capacità innovative si esauriscano col tempo e che, dopo un sufficiente numero di anni, le motivazioni di *entrenchment* finiscano col prevalere. Insomma, come insegna la *agency theory*, non è detto che l'azionista "di lungo periodo" sia sempre il soggetto che gode dei migliori incentivi a massimizzare il valore dell'impresa (Roe e Cenzi Venenze 2021). Può quindi accadere, come ben noto anche all'esperienza italiana, che l'eliminazione di tali strutture sia a sua volta accolta favorevolmente dal mercato (Pajuste 2005, Lauterbach e Pajuste 2015).

### 2.3. La regolamentazione internazionale

In coerenza con lo stato del dibattito scientifico, non vi è alcuna uniformità regolamentare a livello internazionale. Lo studio comparativo forse più completo e aggiornato è quello di Gurrea-Martinez (2021), il quale – dopo avere analizzato l'approccio normativo alle *dual-class shares* in diverse giurisdizioni – mostra che gli ordinamenti sono riconducibili a tre diversi *cluster*<sup>6</sup>:

- a) modelli che vietano l'emissione di azioni con diritti di voto differenziati (tra gli altri, Regno Unito, Australia, Belgio, Germania e Polonia);
- b) modelli permissivi che consentono strutture *dual-class* senza restrizioni significative (USA, Svezia e Paesi Bassi);
- c) modelli restrittivi, implementati a Singapore, Hong Kong, in Canada, India e Cina, che consentono alle società in fase di quotazione di emettere azioni con diversi diritti di voto, a certe condizioni. L'Italia dopo la riforma del 2014 ricade sostanzialmente in quest'ultimo *cluster*.

È utile richiamare le condizioni abilitanti all'emissione di *dual-class shares* più frequenti nel terzo *cluster*: a) adozione di regole di governance più stringenti (es. rappresentanza delle minoranze nel *Board* o regole rigorose in materia di operazioni con parti correlate); b) previsione di c.d. *sunset clauses* (ossia clausole che limitano la durata dei diritti di voto differenziali a un certo numero di anni<sup>7</sup> oppure al verificarsi di eventi prefissati<sup>8</sup>); c) fissazione di limiti al numero di diritti di voto collegabili a una singola azione (2 o 3 in Italia, 10 a Singapore, Hong Kong e Shanghai)<sup>9</sup>; d)

---

<sup>6</sup> Secondo l'indagine Oecd (2021) su 50 diverse giurisdizioni, l'emissione di azioni a voto multiplo è esplicitamente consentita nel 48% dei casi e vietata nel 40% dei casi.

<sup>7</sup> A fine 2020 solo l'India aveva adottato una *sunset clause* a 5 anni. Una richiesta in tal senso (scadenza a 7 anni, decorsi i quali il voto maggiorato sparirebbe, a meno di un voto favorevole – con *whitewash* – della maggioranza degli azionisti di minoranza) è stata peraltro formulata al NYSE e al Nasdaq dal *Council of Institutional Investors*.

<sup>8</sup> Come la morte del fondatore, o la cessione a terzi delle azioni a voto maggiorato, o la riduzione del possesso azionario sotto una determinata soglia.

<sup>9</sup> Il punto è approfondito nel paragrafo 3.1.



fissazione di limiti al tipo di società che possono emettere tali tipi di azioni<sup>10</sup>; e) approvazione esplicita degli strumenti da parte della Borsa in fase di ammissione a quotazione<sup>11</sup>.

La soluzione ottimale dipende da molti fattori, anche di carattere locale (tra cui grado di sofisticazione dei mercati, misura dei benefici privati del controllo, qualità della normativa e credibilità dell'*enforcement*). Insomma, non solo *one size dose not fit all*, ma importare “a freddo” istituzioni che funzionano bene in altri ordinamenti non porta necessariamente a risultati migliori.

### 3. Il funzionamento del voto multiplo e maggiorato

Una riflessione sulla più opportuna calibratura delle *dual-class shares* non è completa se non ne prende in considerazione il funzionamento pratico, sotto due aspetti:

- a) Il grado di “leva azionaria” (ossia il potenziamento dei diritti di voto) che lo strumento consente in pratica;
- b) La facilità con cui la leva azionaria consente a chi detiene le azioni a voto potenziato di raggiungere determinate soglie critiche per il controllo della società (in particolare il controllo dell'assemblea ordinaria, possibile con il 50% (+1) dei diritti di voto e dell'assemblea straordinaria, possibile con i 2/3 (+1) dei diritti di voto).

#### 3.1. Il grado di leva azionaria

Le azioni a voto maggiorato e multiplo sono strumenti molto potenti, che consentono di assumere (o mantenere) il controllo della società con un limitato impiego di capitale. L'efficacia del meccanismo dipende dal grado di “leva azionaria”, ossia dal numero di voti associati a ciascuna azione.

La potenza del meccanismo e la sua efficacia in termini di raggiungimento delle soglie di controllo possono essere compresi con riferimento a un esempio fondato su alcune ipotesi semplici ma realistiche:

- Esiste un azionista di riferimento che detiene una quota  $c$  delle  $N$  azioni emesse; gli altri azionisti detengono quindi complessivamente  $(1-c)N$  azioni.
- A ciascuna azione detenuta dall'azionista di riferimento sono associati  $k$  diritti di voto (con  $k > 1$ ), mentre alle altre azioni è associato 1 voto<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> Ad esempio, a Hong Kong e Shanghai solo le società qualificate come “*tech*” o “*innovative*” possono emettere *dual-class shares*.

<sup>11</sup> È il caso di Singapore, dove la società che intenda emettere *dual-class shares* è assoggettata a un processo di valutazione da parte della Borsa, che prende in esame, tra gli altri, il suo *business model*, le competenze degli azionisti di controllo e la governance dell'emittente.

<sup>12</sup> Ciò equivale a dire che l'azionista di riferimento detiene tutte le azioni a voto multiplo o maggiorato (e solo quelle). Le ipotesi sono del tutto realistiche, sia nel caso di emissione di azioni a voto multiplo ante quotazione (le azioni a voto multiplo sono detenute - in Italia - da un solo soggetto in 3 società su 4, e da due soggetti nell'ultima), sia in quello di maggiorazione post quotazione (dove è la situazione



I diritti di voto (ddv) complessivamente disponibili sono pari alla somma dei ddv detenuti dall'azionista di riferimento ( $kcN$ ) e dagli altri soci  $(1 - c)N$ .

$$\text{ddv totali} = kcN + (1 - c)N \quad (1)$$

È possibile calcolare facilmente la quota  $c^*$  di capitale azionario richiesta all'azionista di riferimento per controllare una qualsiasi quota  $x$  dei diritti di voto complessivi (ad es. per controllare l'assemblea ordinaria o straordinaria). A tal fine è sufficiente porre pari a  $x$  il rapporto tra i ddv detenuti da tale azionista e il totale dei ddv:

$$x = \frac{kcN}{kcN + (1-c)N} = \frac{kc}{kc + (1-c)} \quad (2)$$

Risolviendo l'equazione rispetto a  $c$  si ottiene la quota di capitale ricercata:

$$c = \frac{x}{x+k(1-x)} = \frac{x}{k+x(1-k)} \quad (3)$$

La quota azionaria  $c$  necessaria per controllare i diritti di voto alla soglia  $x$  è crescente in  $x$  (ovviamente) ma è decrescente in  $k$  (che misura la leva azionaria).

L'equazione (3) permette di calcolare le quote di capitale  $c$  necessarie per controllare l'assemblea ordinaria ( $x = 50\%$ ) o straordinaria ( $x = 66,67\%$ ), in presenza di diversi gradi di leva azionaria ( $k$ ). Alcuni valori di base sono riportati in Tabella 1.

Tabella 1					
Voti necessari per controllare assemblea 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	10
<b>Voti (x) per controllare assemblea ordinaria</b>					
<b>50%</b>	50.00%	33.33%	25.00%	16.67%	9.09%
<b>straordinaria</b>					
<b>66.67%</b>	66.67%	50.00%	40.00%	28.57%	16.67%

La leva azionaria offerta dalle *dual-class shares* consente all'azionista di riferimento di controllare l'assemblea con impieghi di capitale progressivamente più modesti. Già oggi in Italia è possibile controllare l'assemblea ordinaria (straordinaria) con azioni a

---

di gran lunga prevalente), soprattutto se gli azionisti di minoranza non sono investitori di lungo termine o incontrano ostacoli nell'ottenere la maggiorazione connessa al possesso ininterrotto delle azioni.



voto maggiorato pari a 1/3 (al 50%) del capitale. In caso di azioni a voto multiplo, l'impiego di capitale necessario per controllare l'assemblea ordinaria (straordinaria) si riduce a 1/4 (al 40%) del capitale.

Non è possibile dire a priori quale sia il grado ottimale di separazione tra proprietà e controllo. È però possibile affermare che la leva azionaria offerta dagli strumenti oggi disponibili nell'ordinamento italiano è considerevole e permette di controllare la società con un impiego di capitale limitato.

In tali circostanze, l'eventuale potenziamento di tali misure ipotizzato a p.32 dell'Allegato Tecnico al Libro Verde (ad es. portando a 5 o a 10 i possibili voti per azione<sup>13</sup>) deve essere valutato con grande prudenza, confrontandone gli eventuali vantaggi con i probabili svantaggi connessi all'incremento dei costi di agenzia (conflitti d'interesse) inevitabilmente connessi alla presenza di una forte leva azionaria.

### 3.2. *L'utilizzo concreto delle azioni a voto maggiorato/multiplo in Italia*

Il Libro Verde osserva correttamente che esiste una differenza notevole nell'utilizzo dei due strumenti oggi resi disponibili dall'ordinamento italiano. Le azioni a voto maggiorato sono state utilizzate *“da quasi un terzo delle società quotate”* mentre le azioni a voto multiplo sono state utilizzate *“solo in rari casi”*. La spiegazione ivi proposta, consistente in una presunta scarsa leva offerta dalle azioni a voto multiplo<sup>14</sup>, peraltro, non appare giustificata. Non si capirebbe, altrimenti, perché le azioni a voto maggiorato, che offrono una leva ancora minore, e per di più caduca, abbiano avuto invece un successo notevole.

L'elemento veramente differenziale tra azioni a voto maggiorato e azioni a voto multiplo consiste nella possibilità di adozione (per le prime ma non per le seconde) anche da parte di società già quotate. Il successo dei due strumenti deve quindi essere valutato rapportandone la frequenza di adozione al totale delle società che avevano la possibilità di adottarli.

Facendo riferimento alle società quotate a fine 2021, le azioni a voto maggiorato potevano essere adottate da tutti gli emittenti di diritto italiano quotati sull'MTA (217); le azioni a voto multiplo, invece, potevano essere adottate solo dalle 57 società oggetto di IPO nel periodo 2014-2021. La platea interessata alle prime è quasi quadrupla (3,81 volte) rispetto a quella interessata alle seconde.

---

<sup>13</sup> La seconda alternativa consentirebbe di controllare l'assemblea ordinaria (straordinaria) con un esiguo 9,09% (16,67%) del capitale. Nella prassi internazionale si riscontrano gradi di leva azionaria anche più spinti (ad es. 20 voti per azione).

<sup>14</sup> Testualmente: *“Un motivo di questa scarsa utilizzazione potrebbe risiedere nel limitato fattore moltiplicatore (1:3) che appare delimitato rispetto alla previsione di altri ordinamenti e che evidentemente non è sufficiente a facilitare e incentivare il ricorso al mercato dei capitali. Al riguardo, tenendo conto dell'evoluzione degli ordinamenti europei e internazionali, potrebbe essere opportuno riflettere su un possibile rafforzamento dell'effetto moltiplicatore, almeno per la vigente disciplina del voto plurimo a favore delle società di possibile futura quotazione”* (Allegato Tecnico al Libro Verde, p.32).



Le società quotate che hanno effettivamente introdotto le azioni a voto maggiorato sono 69<sup>15</sup> (il 32% di quelle potenzialmente interessate), mentre quelle che hanno adottato il voto multiplo sono 4 (il 7% della platea potenziale). La differenza è effettivamente notevole, ma minore di quanto appaia a prima vista (si devono confrontare le percentuali, non i numeri assoluti).

La ragione più probabile del differente successo dei due strumenti non risiede nella leva azionaria (minore per lo strumento di maggior successo: le azioni a voto maggiorato) ma nel differente sistema di incentivi per gli azionisti di riferimento. Come univocamente evidenziato in letteratura (fin da Jensen e Meckling 1976), l'imprenditore ha incentivo a scegliere l'assetto proprietario ottimale al momento della quotazione, poiché sopporta per intero i costi di agenzia connessi alle varie alternative. Non è invece detto che ciò accada se la scelta è effettuata a quotazione già avvenuta, poiché in tal caso possono verificarsi effetti redistributivi<sup>16</sup>, anche importanti, che in sede di IPO sono invece sostanzialmente preclusi. L'Allegato Tecnico al Libro Verde ipotizza, correttamente, di limitare l'eventuale incremento della leva azionaria solo alle "*società di possibile futura quotazione*".

Come all'estero (Anderson *et al* 2017), anche in Italia l'utilizzo delle azioni a voto maggiorato (multiplo) è concentrato soprattutto (esclusivamente) tra le società a controllo familiare, dove è stato adottato dal 40% (dal 3%) degli emittenti.

L'impatto di tali strumenti in termini di leva azionaria è considerevole. Una stima diretta è peraltro complessa perché solo uno dei due termini di paragone (i diritti di voto) è pubblicamente disponibile. Per fornire dati al MEF si è dunque condotta un'indagine *ad hoc* sulle società dove il voto maggiorato è già attivo (48 su 69)<sup>17</sup>. Facendo ricorso a una pluralità di fonti<sup>18</sup>, è stato possibile ricostruire sia la percentuale di capitale, sia i diritti di voto detenuti dall'azionista di riferimento<sup>19</sup>.

Nelle società analizzate la quota di capitale mediamente detenuta dall'azionista di riferimento è pari al 51,3% ma, grazie al voto maggiorato, sale al 64,1% dei diritti di voto. L'impatto medio è dunque rilevante e pari al 12,8%.

La potenza del meccanismo è ancor più notevole se si considera la frequenza con cui l'azionista di riferimento raggiunge le soglie di controllo dell'assemblea. Nelle 48 società del campione, senza la maggiorazione, l'azionista di riferimento avrebbe il controllo dell'assemblea ordinaria nel 62% dei casi; con la maggiorazione, tale

---

<sup>15</sup> La fonte dei dati originali riportati qui e in seguito è costituita dal Database FIN-GOV, costruito a partire dalle segnalazioni di vigilanza alla Consob, integrato con le informazioni ricavabili dalle Relazioni sul Governo Societario dei singoli emittenti. Piccole differenze tra tale database e i dati riportati nel Libro Verde sono fisiologiche, poiché il numero di società quotate e il ricorso alle *dual class shares* varia continuamente.

<sup>16</sup> Si osserva, *en passant*, che analoghi effetti redistributivi possono manifestarsi in occasione del trasferimento della sede all'estero, ove accompagnata dal ricorso a strumenti che consentono di incrementare la leva azionaria.

<sup>17</sup> Si ricorda che a tal fine è necessario il possesso ininterrotto delle azioni (post delibera di adozione) per un periodo di tempo minimo (tipicamente due anni).

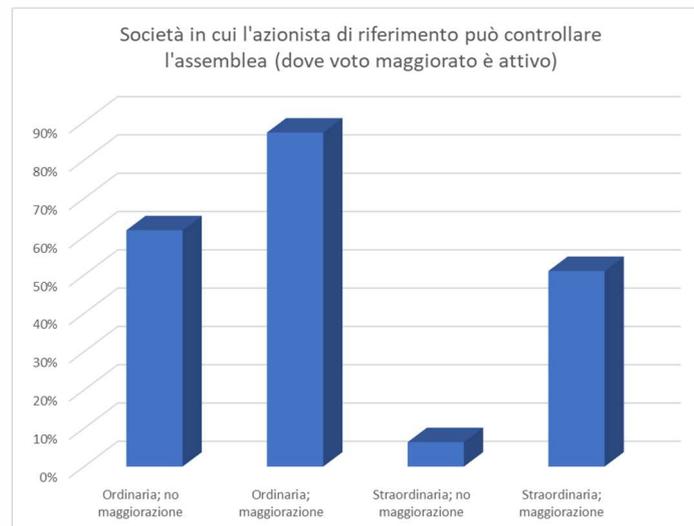
<sup>18</sup> In particolare: database Consob su struttura del capitale e azionariato delle società quotate; relazioni sul Governo Societario; elenchi ex art. 127-*quinquies* co.2 TUF; comunicati ex art. 143-*quater*, co.5 Regolamento Emittenti.

<sup>19</sup> Si sono considerati come un soggetto unico i membri di una stessa famiglia e gli aderenti a patti di sindacato.



percentuale sale all'87% (+25%). Forse ancor più significativi sono i dati relativi al controllo dell'assemblea straordinaria, raggiunto solo nel 6% dei casi senza maggioranza; grazie al voto maggiorato, tale percentuale sale al 51% (+ 45%) (Figura 1).

**Figura 1**



Le azioni a voto maggiorato sono state utilizzate diffusamente per blindare il controllo delle società (già quotate). L'impatto va al di là del mero potenziamento dei diritti di voto, in quanto lo strumento è stato utilizzato sovente per raggiungere – con successo – specifiche soglie di controllo dell'assemblea (ordinaria e straordinaria).

#### 4. Conclusioni

Le considerazioni sopra svolte mostrano, in sintesi, quanto segue:

- a) Il ricorso a *dual class shares* (nella forma delle azioni a voto multiplo e maggiorato) è un tema controverso nel dibattito scientifico di *Law & Finance*. Si discute tuttora sui pro e contro dello strumento senza essere giunti a conclusioni univoche. È quindi necessario fondare eventuali proposte di policy su un'analisi più ampia di quella fin qui effettuata, che preli particolare attenzione ai *trade-off* che caratterizzano lo strumento e che possono consigliarne l'adozione solo in particolari situazioni o solo entro limiti stringenti. Corretta è invece la scelta di limitare eventuali proposte alle sole società in fase di quotazione.
- b) Il ricorso alle *dual class shares* è stato imponente nelle società italiane quotate e più limitato nelle società quotande. La ragione di tale diverso successo non risiede in un presunto basso grado di leva finanziaria, ma nel sistema di incentivi degli azionisti di riferimento, differente nelle due fattispecie (e potenzialmente problematico nelle società già quotate).



- c) La leva azionaria caratteristica degli strumenti oggi disponibili in Italia è già elevata e ha permesso un notevole consolidamento della presa sull'assemblea da parte degli azionisti di riferimento. Un ulteriore potenziamento della leva azionaria comporta – verosimilmente – problemi di conflitto d'interesse elevati in rapporto agli eventuali benefici. Ogni scelta in materia dovrebbe essere assoggettata a un vaglio rigoroso dei costi e benefici delle varie soluzioni.

Si confida di avere fornito al Dipartimento del Tesoro dati e argomentazioni utili alla miglior calibratura delle scelte di *policy* relative al tema *dual class shares*, oggetto di consultazione nell'ambito del Libro Verde.

Prof. Massimo Belcredi



### Riferimenti bibliografici:

- Anderson, R., Ottolenghi, E. e D. Reeb (2017): *The Dual Class Premium: A Family Affair*, Fox School of Business Research Paper No. 17-021, disponibile al sito: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3006669](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3006669).
- Bajo, E., Barbi, M., Bigelli, M. e E. Croci (2020): Bolstering family control: evidence from loyalty shares, *The Journal of Corporate Finance*, 65, pp.1-22.
- Becht, M., Kamisarenka, Y. e A. Pajuste (2020): *Loyalty Shares with Tenure Voting - Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment*, ECGI Law Working Paper 398/2018, February 2020, disponibile al sito: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3166494](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3166494).
- Belot, F., Ginglinger, E. e L.T. Starks (2019): Encouraging long-term shareholders: The effects of loyalty shares with double voting rights, working paper disponibile al sito: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3475429](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3475429).
- Bourveau, T., Brochet, F. e A. Garel (2021): *The Capital Market Consequences of Tenure-Based Voting Rights: Evidence from the Florange Act*, working paper disponibile al sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3324237](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3324237).
- Cremers, K.J.M., Lauterbach, B. e A. Pajuste (2020): *The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation*, ECGI Finance Working Paper 550/2018, October 2020, disponibile al sito: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3062895](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3062895).
- EU Commission (2021) *Targeted Consultation: Listing Act: Making Public Capital Markets more Attractive for EU Companies and Facilitating Access to Capital for SMES*, disponibile al sito: [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-listing-act-targeted\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-listing-act-targeted_en).
- 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
- HLF (2020) *A New Vision for Europe's Capital Markets. Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, June 2020. Disponibile al sito: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/growth\\_and\\_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf).
- Jensen, M.C. e W.H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jordan, B., Liu, M.H. e Q. Wu (2014): Corporate Payout Policy in Dual-Class Firms, *Journal of Corporate Finance*, 26, pp. 1-19.
- Kim, H. e R. Michaely (2019): *Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting*, ECGI Finance Working Paper 590/2018, January 2019, disponibile al sito: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3145209](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3145209).
- Lauterbach, B. e A. Pajuste (2015): The long-term valuation effects of voluntary dual-class share unifications, *The Journal of Corporate Finance*, 31, pp. 171–185.



Li, T. e N. Zaiats (2017): Information environment and earnings management of dual class firms around the world, *Journal of Banking and Finance*, 74, pp. 1-23.

Libro Verde (2022): Libro Verde su *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, disponibile al sito: [www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it).

Masulis, R.W., Wang, C. e F. Xie (2009): Agency Problems at Dual Class Companies, *The Journal of Finance*, 64, pp. 1697-1727.

OECD (2020): *OECD Capital Markets Review of Italy 2020. Creating Growth Opportunities of Italian Companies and Savers*, OECD Capital Markets Series, disponibile al sito: <http://www.oecd.org/corporate/OECD-Capital-Market-Review-Italy.htm>

OECD (2021): *Corporate Governance Factbook 2021*, disponibile al sito: <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>.

Oxera (2020) *Primary and secondary equity markets in the EU*. Final report for the EU Commission, disponibile al sito: <https://www.oxera.com/wp-content/uploads/2020/11/Oxera-study-Primary-and-Secondary-Markets-in-the-EU-Final-Report-EN-1.pdf>.

Pajuste, A. (2005): *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, ECB Working Paper No. 465, disponibile al sito: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=469821](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=469821).

Roe, M.J. e F. Cenzi Venezze (2021): Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, *The Business Lawyer*, 76, pp. 467-508.

Sekerci, N. (2018): Factors Associated with Strategic Corporate Decisions in Family Firms: Evidence from Sweden, *International Review of Finance*, 20 (1), pp. 45-75.

TESG (2021): *Empowering EU Capital Markets for SMEs. Making Listing Cool Again*. Final Report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs, May 2021, disponibile al sito: [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/growth\\_and\\_investment/documents/210525-report-tesg-cmu-smes\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/210525-report-tesg-cmu-smes_en.pdf).