



Osservazioni in tema di meccanismi di rafforzamento del controllo: azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato

"Un'azione-un voto" è un principio fondamentale della buona *governance* aziendale ed è un postulato cardine per gli investitori istituzionali. Quando una società si rivolge ai mercati dei capitali per raccogliere fondi dagli investitori, questi ultimi devono poter avere il diritto di votare in proporzione alle loro partecipazioni. Un'unica categoria di azioni ordinarie con uguali diritti di voto garantisce inoltre che il consiglio di amministrazione sia equamente responsabile nei confronti di tutti gli azionisti.

Il principio "un'azione-un voto" si basa principalmente su due premesse:

1. il potere di voto dovrebbe corrispondere all'esposizione economica dell'investimento nelle società;
2. gli azionisti, in qualità di creditori di ultima istanza delle società, hanno il maggiore interesse a massimizzare il valore dell'impresa.

Proprio perché per gli azionisti è fondamentale massimizzare il valore dell'impresa e, al contempo perché principio basilare della *governance* societaria è ridurre il potenziale conflitto di interessi tra azionisti e *manager* ovvero tra azionista di controllo e azionisti di minoranza, gli azionisti sono stati chiamati ad agire da *steward*: devono pertanto monitorare le società, ingaggiarle e conseguentemente votare in maniera consapevole. Ed è proprio la partecipazione attiva degli azionisti nelle assemblee annuali una delle principali misure di cui si tiene conto nel valutare il funzionamento dei mercati dei capitali.

Sono le stesse istituzioni e autorità a invitare gli investitori ad adottare e perseguire politiche di *stewardship* sempre più attente nei confronti degli emittenti. Pertanto, si ritiene che le stesse istituzioni e autorità debbano anche proteggere i diritti degli azionisti, in particolare quelli delle minoranze, anche continuando a tutelare e promuovere il principio "un'azione-un voto".

Sebbene il principio "un'azione-un voto" sia da sempre riconosciuto dagli investitori a livello globale come *best practice*, in quanto sancisce un parallelismo tra capitale investito/rischio sostenuto e potere di incidere sulle decisioni sociali, esso non è la regola. Esistono diverse forme di differenziazione del voto, tra cui le:

- azioni a voto maggiorato (*loyalty shares*): gli azionisti che detengono azioni per un determinato periodo di tempo ricevono diritti di voto aggiuntivi. Questo meccanismo esiste attualmente in Italia, Olanda e Francia ed è recentemente stato introdotto in Belgio;
- azioni a voto plurimo (*dual class shares*): a ogni classe di azionisti può essere concesso un diverso livello di diritti di voto o addirittura nessun diritto di voto. Questo istituto è più comune negli Stati Uniti, nei mercati nordici, in Italia e in Olanda in Europa ed è stata introdotta a Singapore e Hong Kong in Asia.

Negli ultimi anni è cresciuta l'attenzione per questi meccanismi di rafforzamento del controllo, in particolare da parte di alcune istituzioni e di alcune società quotate in borsa, che hanno identificato questi meccanismi di voto differenziato come una soluzione al



problema dello *short-termism* degli investitori istituzionali e, quindi, come strumenti di rafforzamento dell'investimento di lungo termine.

In generale i meccanismi di rafforzamento del controllo possono però portare a un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani di un azionista di maggioranza o di un gruppo di azionisti, privando di diritti gli azionisti di minoranza. Questo può amplificare il rischio che le maggioranze azionarie possano estrarre benefici privati.

Pertanto, eventuali ulteriori spinte al potenziamento dei diritti di voto multipli (voto plurimo o maggiorato) - già introdotti in Italia nel 2014 con il decreto Competitività e tornati all'attenzione con la consultazione sul Libro Verde del MEF nel 2022 - preoccupano gli investitori istituzionali nazionali e internazionali, sia per il rischio di una ulteriore riduzione dei diritti della generalità degli azionisti e delle tutele delle minoranze sia per i connessi problemi di competitività del nostro Paese.

Sul punto sembra pertanto necessaria una riflessione attenta e approfondita, alla luce dell'evidente *vulnus* al principio "un'azione-un voto" che ne consegue, in modo da tenere conto del contesto in cui si andrebbero a incardinare siffatte modifiche e da superare le impressioni che possano scaturire da una lettura superficiale dei potenziali impatti.

1. Il contesto italiano di riferimento

L'ordinamento italiano vanta uno dei sistemi di *corporate governance* più avanzati al mondo, ove regolamentazione e autoregolamentazione hanno dimostrato di integrarsi efficacemente attraverso meccanismi che sono oggi considerati all'avanguardia nel panorama internazionale.

Il **diritto societario** italiano si basa sulla promozione di una sinergica e bilanciata ripartizione delle prerogative di tutti gli attori che esercitano un ruolo nel governo societario degli emittenti. Ciò si traduce, per il legislatore e per le autorità competenti, nella determinazione delle regole più appropriate e, per gli attori del mercato, nell'attuazione delle migliori pratiche condivise a tal fine.

La *corporate governance* italiana - che ha tra i suoi pilastri il Codice di *Corporate governance* e il Codice di *stewardship* - pone tra i suoi principali obiettivi quello di favorire la corretta e sinergica interazione tra società e azionisti tutti, intesa quale primario strumento di tutela del buon funzionamento del mercato dei capitali. Ciò vale viepiù per il mercato italiano che, da un punto di vista comparato, ha evidenti problemi sia di dimensioni sia di capitalizzazione.

Da una prospettiva comparata diacronicamente anche a livello internazionale, il sistema italiano è stato, pertanto, uno dei pionieri nel promuovere il monitoraggio e l'*engagement* (impegno) continuativo e costruttivo degli investitori con gli emittenti, anticipando di svariati anni regolamentazione (*i.e.* la *Shareholder Rights Directive II - SRD II*) e autoregolamentazione (ovvero i Codici di *stewardship*, adottati nei vari ordinamenti a partire da quello UK nel 2010). Vale la pena sottolineare che l'Italia viene oggi riconosciuta un modello sia dai teorici sia dai pratici della materia e che un numero crescente di investitori istituzionali - sempre di più anche internazionali - investono in società italiane ed esercitano i diritti di voto nelle assemblee.

In ambito autoregolamentare, appunto, l'adozione fin da 2013 dei **Principi italiani di Stewardship** ha portato l'Italia a essere tra i primi Paesi al mondo con un proprio codice contenente le migliori pratiche volte a stimolare il confronto e la collaborazione tra le società di gestione e gli emittenti quotati in cui esse investono e ad anticipare la gran parte delle misure contenute nella SRD II che i Paesi europei stanno finendo di recepire. Le *best*



practice in tema di dialogo tra investitori e *board member* degli emittenti sono state da ultimo raccolte nell'*Italian Shareholder-Director Exchange*, un *framework* di principi e soluzioni tecnico-pratiche volto a promuovere e stimolare un *engagement* proficuo ed efficace tra investitori istituzionali e consigli di amministrazione.

2. Diritti di voto multipli: le azioni a voto plurimo e le azioni a voto maggiorato

2.1 L'introduzione dei diritti di voto multipli nel contesto italiano

In Italia, il Decreto Competitività del giugno 2014, poi convertito con modificazioni nella legge n. 116 dell'11 agosto 2014, aveva già superato il principio "un'azione-un voto" – nonostante le resistenze degli investitori istituzionali italiani e internazionali – introducendo, per le società non quotate, il nuovo art. 2351 del codice civile, in base al quale lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo fino a un massimo di tre voti.

Per le società quotate è stato, invece, introdotto: i) l'art. 127-*sexies* del Testo Unico della Finanza per rendere possibile salvare caratteristiche e diritti delle azioni a voto plurimo eventualmente emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato (per cui, se lo statuto non dispone diversamente, possono quindi essere emesse azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già esistenti in caso di aumenti di capitale, fusioni e scissioni) al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni; ii) l'art. 127-*quinquies* del TUF per prevedere nel nostro ordinamento anche un diritto di voto "maggiorato" a favore di coloro che posseggono azioni della società per un determinato periodo di tempo (possibilità, tra l'altro, favorita anche da una norma transitoria che ha consentito per un certo periodo di adottare tale modifica statutaria a maggioranza semplice e non qualificata).

2.2 Il Libro Verde

La consultazione pubblica dello scorso anno sul Libro Verde "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", aperta in conclusione del lavoro svolto nell'ambito del lavoro svolto nell'ambito del Tavolo "Finanza per la crescita 2.0", ha fornito l'occasione per rappresentare gli esiti della riflessione portata avanti nella *task force* in tema di ipotesi di ulteriore potenziamento dei diritti di voto multipli nel contesto italiano.

L'assunto da cui si è partiti è che si stia assistendo a una evoluzione che impone di riflettere sulla competitività delle regole del mercato dei capitali e del diritto societario nazionale, in termini sia di complessità e onerosità del processo di quotazione sia di scarsa flessibilità dell'ordinamento, anche considerato che, nonostante l'introduzione del voto plurimo e del voto maggiorato già a partire dal 2014, negli ultimi anni alcuni gruppi italiani hanno trasferito la sede sociale in altro Stato membro (quasi sempre l'Olanda, salvo in un caso il Lussemburgo).

La riflessione avviata nell'ambito della *task force* del MEF si è concentrata sull'opportunità di un possibile loro potenziamento, in considerazione del fatto che a oggi quasi un terzo (70) delle società quotate italiane ha adottato il voto maggiorato, mentre sono rari i casi (6) in cui le società quotate hanno adottato il voto plurimo prima della quotazione. Come rilevato dal Libro verde, "se da un lato, il voto maggiorato sembra essere piuttosto diffuso tra le società quotate di medie dimensioni e con assetti proprietari più concentrati e potrebbe favorirne una maggiore apertura al mercato nel lungo termine, il voto plurimo appare ancora scarsamente utilizzato. 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”.

La *task force* ha ritenuto quindi di non addivenire a una conclusione e a un'azione specifica sul punto, in ragione del fatto che il tema è controverso e che non ci sono evidenze empiriche in grado di corroborare una misura piuttosto che un'altra.

L'eventuale potenziamento dei diritti di voto multipli - come, ad esempio, dell'effetto moltiplicatore per il voto plurimo per le società di nuova quotazione, la cui valutazione è stata ipotizzata nel Libro Verde del MEF - necessiterebbe di una ponderazione attenta, al fine di preservare la più corretta interazione tra società, azionisti di controllo e minoranze azionarie.

La questione è di particolare delicatezza, viepiù considerando che il nostro ordinamento, diversamente dalle altre giurisdizioni, prevede già la coesistenza di due diversi strumenti di rafforzamento del controllo (azioni a voto plurimo e a voto maggiorato) e che ciò non sembra aver portato benefici rilevanti in termini di accesso al mercato da parte di nuove società¹. Inoltre, il voto plurimo, introdotto in Italia con l'idea di dare risposta al fenomeno dello *short-termism* evidenziatosi durante le crisi finanziarie, è stato letto fin da subito più come un mezzo per perpetuare il controllo, in un'ottica di conservazione dello *status quo*, che come un rimedio a una distorsione, con il conseguente “ingessamento” del mercato del controllo societario e un effetto di *lock-up* sull'azionista *incumbent*.

Prevedere moltiplicatori più elevati comporterebbe un consolidamento della presa sull'assemblea da parte degli azionisti di riferimento e potrebbe essere letto, quindi, come un'ulteriore alterazione nello sviluppo delle dinamiche degli assetti proprietari e di “barriera all'entrata” per gli investitori che potrebbero persino essere disincentivati a investire nel nostro mercato. Ciò, acuendo ulteriormente i problemi di conflitti di interesse, azzardo morale ed estrazione di benefici privati delle maggioranze a danno delle minoranze sopra evidenziati, potrebbe destare preoccupazioni, soprattutto in prospettiva concorrenziale. Strutture di voto multiple, così come simili istituti, vengono infatti attentamente analizzati caso per caso dal mercato, che può decidere di non sostenere società che presentino tali caratteristiche (si vedano i dubbi espressi da grandi investitori internazionali nel 2021 con riguardo al *listing* di Deliveroo nel cui statuto sono previste categorie di azioni con diritti di voto differenziati²).

¹ Come riportato anche nel Libro Verde e ricordato in precedenza, risulta ad esempio che solo sei società quotate abbiano il voto plurimo nei loro statuti - cfr. sito Consob alla pagina https://www.consob.it/web/area-pubblica/quotate/main/emittenti/societa_quotate/voto_maggiorato_plurimo_lnk.htm?nav=true

² L'IPO di Deliveroo sul *London Stock Exchange* si è rivelata un notevole insuccesso: il titolo ha chiuso la prima giornata di quotazione a -26 per cento, perdendo quasi due miliardi di sterline di capitalizzazione di mercato (circa 2,2 miliardi di euro) rispetto alle attese di 7,6 miliardi. Le ragioni di questo sono in parte congiunturali, ma soprattutto strutturali. Gli investitori, già dapprima della quotazione, avevano infatti espresso forte scetticismo sulla possibilità che il business di Deliveroo potesse essere sostenibile sul lungo periodo. Le argomentazioni addotte vertevano, da un lato, sulle peculiarità del settore del *food delivery* e della c.d. *gig economy* (e quindi sulle relative tematiche anche in termini di impatto sociale, come ad esempio sui diritti dei lavoratori), e dall'altro, sulla governance e in particolare sugli assetti proprietari della società. Nello specifico, per quanto concerne questo secondo aspetto, è stata accolta in maniera molto negativa la struttura di capitale con cui si è presentata società, la quale ha previsto la coesistenza di due diverse categorie di azioni dotate di diritti di voto differenziati in modo tale da consentire al fondatore di mantenerne il controllo, pur detenendo una partecipazione assai ridotta di capitale sociale. In particolare, a quest'ultimo sono state assegnate azioni di categoria B, cui spettano venti voti ciascuna, e che verranno successivamente convertite automaticamente in



2.3 La proposta della Commissione europea

La riflessione è stata da ultimo rinvigorita con la presentazione, lo scorso 7 dicembre 2022 da parte della Commissione europea, di un pacchetto di proposte definito come *Listing Act*, tra cui spicca la Proposta di Direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le PMI, e tale iniziativa sta destando nuovamente l'attenzione di tutti gli investitori.

La Proposta della Commissione europea sul tema specifico dei diritti di voto plurimo si concentra in particolar modo sugli ostacoli normativi che sembrano emergere nella fase di pre-IPO e sembra finalizzata a promuovere la propensione delle PMI (come le piccole imprese a conduzione familiare e le *start-up*) a quotarsi. Considerato che il potenziamento dell'uso del voto plurimo comporta potenziali effetti negativi per le società e gli investitori di minoranza, è di estrema importanza che qualsiasi intervento normativo in materia rimanga di portata limitata. Pertanto, è fondamentale che la possibilità di adottare strutture azionarie con voto plurimo rimanga concessa esclusivamente a) prima della quotazione e b) alle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione di azioni in un mercato di crescita per le PMI, come previsto nell'attuale versione della Proposta di Direttiva, e che tale impianto non sia stravolto nel corso dell'*iter* legislativo di approvazione.

Tra l'altro, la stessa Proposta di Direttiva riconosce che l'uso di diritti di voto multipli potrebbe comportare problemi critici come "l'effetto di *entrenchment*³, l'incanalamento degli attivi della società e, in generale, l'estrazione di benefici privati da parte dell'azionista di controllo, ad esempio attraverso operazioni con parti correlate. Inoltre l'effetto di diluizione delle azioni a voto plurimo può comportare il blocco di determinate risoluzioni da parte degli azionisti di controllo, comprese quelle finalizzate a obiettivi di sostenibilità, promuovendo in tal modo gli interessi dell'azionista di controllo piuttosto che lo sviluppo sostenibile a lungo termine della società". Tali problemi "possono essere affrontati mettendo in atto misure di salvaguardia volte a tutelare gli azionisti di minoranza e gli interessi della società, quali un rapporto di voto massimo, clausole di caducità (c.d. *sunset clause*) e limitazioni all'uso delle azioni a voto plurimo in determinati casi, ad esempio nel caso di questioni legate alla sostenibilità".

Tuttavia, la Proposta di Direttiva accenna a queste forme di salvaguardia dei diritti degli investitori mantenendo un approccio facoltativo, che potrebbe rivelarsi sostanzialmente insufficiente a proteggere gli investitori di minoranza e la società dall'impatto indebito di queste strutture azionarie. Per un corretto equilibrio tra gli interessi dei fondatori/familiari e la tutela degli investitori di minoranza, nonché la protezione degli interessi delle società, sarebbe utile garantire il rispetto di tutti i principi e le salvaguardie pertinenti individuati dalla Proposta di Direttiva. Tra questi, è fondamentale che sia reso obbligatorio per gli Stati membri, in fase di implementazione a livello nazionale della direttiva, individuare limiti adeguati all'utilizzo di strutture di voto multiplo, sia a) dal punto di vista aritmetico (identificando dei limiti ragionevoli ai moltiplicatori e alle percentuali massime del capitale azionario in circolazione che le azioni a voto plurimo possono rappresentare), sia b) temporalmente (prevedendo clausole di caducità obbligatorie, in particolare basate sul tempo e sul trasferimento) e c) in merito alle delibere assembleari (limitando l'ambito di esercizio dei diritti di voto multipli, che non dovrebbero applicarsi a deliberazioni di

titoli di categoria A (cui spetta un voto per azione) solamente dopo tre anni dalla quotazione. Tra gli investitori che avevano manifestato le suddette perplessità, che riaffermano con forza la necessità di rispettare il principio "un'azione-un voto", si annoverano Legal & General, M&G, Aviva e Aberdeen Standard.

³ L'effetto di *entrenchment* è una situazione in cui gli azionisti di controllo hanno un controllo permanente e possono quindi prendere decisioni a proprio vantaggio senza considerare gli interessi della società e degli altri azionisti e in cui gli altri azionisti non possono contestare efficacemente tali decisioni.



particolare delicatezza per il rischio di estrazione di benefici privati di controllo, come ad esempio le operazioni con parti correlate e il c.d. "say on pay").

In particolare, la previsione attualmente in discussione a Bruxelles, che ammette l'introduzione di azioni a voto plurimo solo prima della fase di IPO e solo per le società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle azioni in un mercato di crescita per le PMI, se adeguatamente bilanciata da appositi presidi – che dovrebbero essere previsti obbligatoriamente – non desta particolari preoccupazioni per gli investitori istituzionali. In tali circostanze, la consapevolezza delle scelte dell'imprenditore al comando della società in cui si intende comunque investire, unitamente al fatto che il *pricing* definito per la quotazione scontrerebbe immediatamente la riduzione dei diritti riconosciuti agli investitori, potrebbe adeguatamente mitigare eventuali preoccupazioni degli investitori istituzionali.

Si è concluso da poco il periodo per poter trasmettere i primi commenti alla Commissione europea e anche Assogestioni – come molte altre associazioni e *player* di mercato - ha colto l'occasione di commentare la Proposta per ribadire il favore per il principio "un'azione-un voto" e, al contempo, la ferma convinzione che qualsiasi forma di deviazione da questo principio debba essere attentamente ponderata e ribilanciata con appositi ed efficaci presidi⁴.

Tra le molte risposte⁵ si segnalano, in particolare, quelle del CII⁶ e dell'ICGN⁷, di AFG, l'associazione degli asset manager francesi, di Eumedion, il *corporate governance forum* olandese, nonché di *top player* come BNP Paribas, Norges Bank e Vanguard.

2.4 Listing shopping e forum shopping

Se l'intento di chi sostiene la necessità del potenziamento dei diritti di voto multipli è attrarre capitali dall'estero e capitali privati nei mercati pubblici piuttosto che contenere fughe di capitali dal nostro mercato e difendere i complessi produttivi nazionali, o di favorire l'ingresso delle PMI in sistemi multilaterali di negoziazione quale è Euronext Growth Milan, tali obiettivi sono peraltro condivisibili. Considerati gli evidenti problemi in termini di ridotte dimensioni e di scarsa capitalizzazione del mercato italiano nonché una ancora poco espressa capacità attrattiva per le PMI che rappresentano una parte importante del tessuto produttivo del Paese, un intervento a tutela della nazionalità, nel rispetto dell'evoluzione del quadro normativo europeo, sarebbe certamente apprezzabile.

Sebbene il calo del numero di imprese quotate nel corso degli ultimi anni sia un dato comune ad altre economie occidentali, non vi è dubbio che i recenti fenomeni relativi alla decisione di quotarsi all'estero da parte di imprese italiane in fase di IPO (c.d. *listing shopping*) e al trasferimento in particolari ordinamenti stranieri di alcune delle più rilevanti aziende del Paese (c.d. *forum shopping*) hanno sollevato preoccupazioni sulla competitività del nostro mercato finanziario, alimentando così il dibattito sulla necessità di riforme volte a recuperare l'attrattività.

⁴ La risposta è consultabile al seguente link: [Feedback from: Assogestioni \(europa.eu\)](#)

⁵ Consultabili qui: [Listing Act – making public capital markets more attractive for EU companies and facilitating access to capital for SMEs \(europa.eu\)](#)

⁶ *Council of Institutional Investors-CII* - associazione U.S. di *asset owner*, *asset manager* nonché *service provider* (statunitensi e internazionali) che rappresenta un ammontare complessivo di oltre 40 *trillion* \$ di *asset under management* – cfr. <https://www.cii.org/about>

⁷ *International Corporate Governance Network-ICGN* - network internazionale di investitori, aperto anche a emittenti e *service provider*, rappresentativo di oltre 77 *trillion* \$ di *asset under management* – cfr. <https://www.icgn.org/about>



Posto che le peculiarità di ciascuna fattispecie sono molteplici così come molteplici possono essere le ragioni - non solo di *governance* - sottese alla scelta da parte di società, azionisti di controllo e/o *manager* di quotarsi o trasferirsi in ordinamenti stranieri, l'obiettivo generale sopra richiamato pare meritevole di tutela e di attenzione. Può giovare, a questo punto, cercare di fare luce sull'effettiva entità dei due fenomeni, al fine di poter meglio individuare le implicazioni riguardo alle proposte in tema dei diritti multipli di voto.

Con riguardo al *listing shopping*, sembrerebbe emergere innanzitutto che il fenomeno delle quotazioni all'estero abbia in realtà una rilevanza economica limitata, soprattutto se confrontato rispetto al numero di IPO domestiche. Considerando il periodo 2000-2021, le quotazioni estere (37) rappresentano infatti circa il 10% di quelle domestiche (377). Tenuto conto, inoltre, che solo un numero esiguo di quotazioni estere ha avuto luogo su listini principali (9 su 37), queste non sembrano aver influenzato in modo significativo la centralità del mercato finanziario nazionale e pertanto non sembrerebbero essere, di per sé, una determinante del presunto svantaggio competitivo del mercato azionario italiano.

In merito al *forum shopping*, una prima evidenza aneddotica del fenomeno delle società che hanno deciso di trasferire la loro sede all'estero (nel periodo 2000-2021 se ne rilevano in totale 15⁸) suggerisce che una delle motivazioni sottostanti possa ritrovarsi nella ricerca di un quadro normativo più permissivo in termini di decisioni di *corporate governance*, che favorisca l'introduzione di meccanismi volti a separare proprietà e controllo. Questo è soprattutto il caso delle imprese che si trasferiscono in Olanda (in totale sono 9, di cui tuttavia 4 appartenenti al medesimo gruppo).

A una più approfondita disamina comparata delle regole di *governance* adottate, emerge però che il grado di separazione tra proprietà e controllo delle società italiane dislocate in Olanda risulta marcatamente più pronunciato, non solo rispetto alle imprese italiane che si trasferiscono altrove ma anche rispetto alle imprese non italiane che si trasferiscono in Olanda e alle imprese olandesi "autoctone". Le imprese italiane delocalizzate in Olanda, coerentemente con la pervasività del controllo familiare che ne caratterizza la gran parte, hanno selettivamente introdotto strumenti per preservare e rafforzare nel tempo il potere di voto dell'azionista di riferimento. Questa è una differenza fondamentale sia rispetto alle imprese olandesi sia rispetto alle imprese non italiane trasferite in Olanda, che tendono invece a utilizzare meccanismi volti a garantire la continuità manageriale piuttosto che il potere degli azionisti di riferimento. La maggior parte delle società olandesi, in particolare, presenta una struttura azionaria a capitale diffuso e prevede l'adozione di una serie di protezioni in caso di *takeover*. Le società non italiane trasferite in Olanda, invece, pur essendo in gran parte a proprietà concentrata (come quelle italiane), ricorrono in maggioranza a strumenti diversi da strutture multiple di voto, quali la previsione di maggioranze assembleari rafforzate.

È importante sottolineare come le azioni a voto multiplo, diversamente dagli altri meccanismi sopracitati, conferiscono agli azionisti di riferimento un potere sproporzionato su tutte le decisioni dell'assemblea, dall'approvazione della politica retributiva a quella di fusioni e acquisizioni e di altre operazioni straordinarie. Le maggioranze rafforzate solitamente trovano invece applicazione solo per l'elezione/revoca dei membri del consiglio di amministrazione, mentre le difese anti-*takeover* proteggono il cda esclusivamente in caso di tentativo di acquisizione. Le azioni a voto multiplo (sia plurimo sia maggiorato), diversamente dagli altri meccanismi, consentono quindi agli azionisti di controllo di mantenere il loro peso in tutte le decisioni sociali permettendo al contempo di ridurre loro quota di capitale in maniera progressiva e proporzionale al moltiplicatore di

⁸ Di cui 2 in Francia, 2 in Lussemburgo, 9 in Olanda e 2 in UK. Si noti che tuttavia 4 di queste appartengono allo stesso gruppo (CNH, Exor, Ferrari e Stellantis).



voto (infatti, tanto più è alto il fattore moltiplicatore quanto più è bassa la percentuale necessaria a controllare l'assemblea).

Pertanto, un'analisi un po' più approfondita porta a ritenere che siffatto fenomeno del *forum shopping* non sia ascrivibile a un'inadeguatezza strutturale delle regole di *governance* del mercato domestico. Piuttosto, sembrerebbe emergere una particolare selezione strategica, da parte di alcuni azionisti di società italiane, riguardo alla destinazione della sede sociale nel Paese con la giurisdizione più favorevole allo scopo di rafforzare le proprie prerogative e i benefici derivanti dal controllo, con progressivo sbilanciamento tra capitale investito/rischio sostenuto e potere di incidere sulle decisioni.

A proposito dell'esperienza olandese, è interessante segnalare come la maggior parte delle società italiane che hanno trasferito lì la propria sede abbiano deciso di introdurre nei propri statuti il voto maggiorato, giustificando tale meccanismo con l'intento di favorire investimenti di lungo periodo ed eventualmente dividendi addizionali agli investitori stabili. Tuttavia, le evidenze raccolte, anche sulla base dell'esperienza del gruppo Mediaset (con riferimento al quale l'introduzione statutaria del voto maggiorato era stata giudicata illegittima dalla Corte d'Appello di Amsterdam, poiché era rivolta a garantire il controllo assoluto dell'assemblea all'azionista di maggioranza e al contempo recava irragionevole pregiudizio agli interessi degli altri azionisti), sembrerebbero dimostrare che l'introduzione di diritti di voto maggiorati non contribuisce in modo sufficiente alla creazione di valore a lungo termine e/o al successo sostenibile di una società. Inoltre, sembrerebbe essere fondamentale l'identificazione non solo di un legittimo scopo alla base della scelta di introdurre tale diritto e la proporzionalità della misura che si intende adottare, ma anche la necessità di bilanciare adeguatamente tutti gli interessi coinvolti.

Quanto alle azioni a voto plurimo, è appena il caso di segnalare la posizione dell'olandese Eumedion nei confronti della recente Proposta della Commissione europea, ove si legge chiaramente che "*The proposed obligation for Member States to introduce the possibility for companies to adopt multiple-vote share structures is unnecessary and undesirable*" nonché che "*extra safeguards for the protection of minority shareholders are needed*".

Per altro, il fenomeno del ricorso massivo al voto multiplo da parte di società italiane dislocate in Olanda e le criticità connesse sono stati di recente attenzionati anche dai competenti organi nazionali locali, che stanno attualmente valutando l'introduzione di un massimale (al momento non previsto) al moltiplicatore del voto, per scongiurare situazioni eccessivamente sproporzionate.

3. Il caso della *Loi Florange*: cosa è successo in Francia quando il voto maggiorato è divenuto *default option* per legge

Il 2014 è stato anche l'anno in cui la Francia ha introdotto la *Loi Florange*⁹, che ha modificato il sistema di *default* passando dal principio *one-share one-vote* alle c.d. *loyalty*

⁹ In risposta agli eventi accaduti nel 2012 nella città di Florange (nel nord-est della Francia): Il conglomerato ArcelorMittal ha deciso di chiudere definitivamente una serie di altiforni. Le tensioni sono sorte quando i commentatori hanno sostenuto che l'impianto era redditizio e che la sua chiusura serviva principalmente a ridurre le perdite dichiarate da ArcelorMittal a causa di diverse altre acquisizioni ad alta intensità di debito e con risultati insufficienti. L'impianto è stato oggetto di grande attenzione da parte dell'opinione pubblica, in quanto l'eletto Presidente - ed ex capo del Partito Socialista - Francois Hollande si è recato sul posto durante la sua campagna elettorale per assicurare ai dipendenti che non avrebbero perso il loro posto di lavoro in un momento in cui la fabbrica stava rischiando la chiusura temporanea.

Questa situazione ha portato alla promulgazione di un pacchetto di leggi che contiene tre capitoli distinti: Il capitolo 1 impone alle aziende di cercare un potenziale acquirente prima di essere autorizzate a chiudere uno



shares, con facoltà di *opt-out*. 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). Successivamente all'introduzione di tale legge, sono state molte le società che hanno ritenuto di tornare al sistema precedente (esercitando l'*opt out* attraverso una delibera dell'assemblea straordinaria).

Il periodo di detenzione di due anni che fa scattare l'acquisizione automatica dei diritti di doppio voto è iniziato il 1° aprile 2014. I diritti di voto doppio hanno iniziato pertanto a essere applicati automaticamente il 31 marzo 2016. Ogni società francese quotata in borsa che non avesse vietato i diritti di doppio voto nel proprio statuto prima della Legge o che non abbia poi optato per l'abolizione del voto doppio entro il 31 marzo 2016, è automaticamente soggetta al regime automatico del voto maggiorato. L'*opt-out* dalla maggiorazione automatica del diritto di voto deve essere approvato dall'assemblea della società, con almeno due terzi dei voti a favore (super-maggioranza) di una risoluzione che dichiari esplicitamente il principio "un'azione-un voto".

Le principali evidenze empiriche, a esito dell'entrata in vigore della *Loi Florange* sono che:

- il 70,5% (242 su 343) delle società francesi aveva già previsto il diritto al voto doppio nei propri statuti prima dell'introduzione della *Loi Florange*;
- Di quelle che ancora prevedevano in statuto il sistema "un'azione-un voto", invece, il 76% (77/101) ha votato una risoluzione in assemblea annuale (tra l'aprile 2014 e l'aprile 2016) per rifiutare l'attuazione della legge e, quindi, non ha ancora il doppio voto;
- solo il 24% (24/101) delle società ha adottato il voto doppio nel periodo 2014-2016 a esito dell'entrata in vigore della *Loi Florange*;
- le società che hanno lo Stato francese come azionista rilevante non hanno utilizzato la clausola *opt-out* (con ciò confermando quello che gran parte della dottrina ha sostenuto, ossia che la vera *ratio* della *Loi Florange* fosse quella di aumentare il potere dello Stato come azionista).

La *Loi Florange* e i suoi effetti sul mercato dei capitali francese sono stati oggetto di una attenta analisi da parte dei giuristi e degli economisti internazionali, che hanno in sintesi evidenziato come:

- l'adozione del voto maggiorato nelle nuove IPO non ha avuto incrementi significativi;
- le società che hanno adottato il voto doppio di *default* sottoperformano significativamente rispetto a quelle che hanno mantenuto il sistema "un'azione-un voto", con un rendimento mensile corretto per il rischio inferiore di circa lo 0,5%;
- quando le imprese si discostano da un'allocazione ottimale dei diritti di voto adottando il voto maggiorato, può persino diminuire il valore delle società, ciò se gli azionisti di minoranza scontano le azioni a causa dell'aumento previsto della probabilità di espropriazione di valore da parte degli azionisti di controllo;
- è stato rilevato che le società che hanno adottato il voto maggiorato di *default* hanno avuto un calo significativo del valore rispetto al periodo in cui applicavano il principio "un'azione-un voto";
- nonostante la critica secondo cui il capitale straniero favorirebbe il breve termine, i dati finora raccolti indicano il contrario, ovvero che la presenza di investitori

stabilimento in Francia. Il capitolo 2 facilita l'acquisizione da parte dei dipendenti di una filiale o di uno stabilimento che un gruppo più grande vorrebbe chiudere. Infine, poiché gli eventi di Florange sono stati presumibilmente avviati per il tentativo di Arcelor-Mittal di incrementare la propria performance a breve termine, in risposta alle pressioni dei mercati finanziari, il Capitolo 3 ha introdotto alcune misure per promuovere l'orientamento a lungo termine degli azionisti delle imprese quotate alla borsa francese.



- istituzionali nazionali e internazionali abbia un effetto positivo sugli investimenti a lungo termine delle società quotate;
- nelle società che hanno adottato automaticamente il diritto di voto doppio si è registrata una diminuzione della presenza di investitori istituzionali internazionali nel capitale e tale diminuzione è compensata da un aumento della presenza dei soggetti di controllo;
 - al contrario, non si riscontra alcun aumento della presenza degli investitori istituzionali domestici;
 - anche scomponendo ulteriormente gli investitori istituzionali tra investitori di lungo e investitori di breve termine (in base al *turnover* dei portafogli di investimento), si evidenzia solo una diminuzione degli investitori di lungo termine, ancora una volta guidata dagli operatori internazionali;
 - si è riscontrata una diminuzione statisticamente significativa dei punteggi ESG per le società che hanno adottato il voto maggiorato di *default*, ciò che suggerisce che le loro attività ESG peggiorino;
 - non ci sono evidenze che chi abbia adottato il voto maggiorato come *default* abbia investito di più in ricerca e sviluppo rispetto alle società che hanno mantenuto il sistema “un’azione-un voto”.

4. Benefici presunti, criticità manifeste e reazioni

4.1 I benefici comunemente associati alle azioni a voto plurimo o maggiorato e le criticità manifeste

Parte della dottrina e dei *player* di mercato a favore dei meccanismi di rafforzamento del controllo azionario utilizzano generalmente una narrativa a sostegno della loro posizione, che si basa su una serie di presunti benefici che tuttavia, a una lettura attenta, presentano invece una serie di criticità.

"I diritti di voto differenziati promuovono gli investimenti a lungo termine".

La ricerca e l'evidenza aneddotica suggeriscono che cambiare la struttura del capitale di una società, introducendo diritti di voto rafforzati o dividendi basati sulla durata della proprietà azionaria, non porterà a un cambiamento sostanziale dell'orizzonte temporale dell'investimento in quella società da parte degli azionisti.

Piuttosto, queste misure sono semplicemente dei meccanismi di rafforzamento del controllo e possono persino essere controproducenti, in quanto rafforzano un gruppo di azionisti rilevanti a scapito degli azionisti di minoranza.

Le società con azioni a voto multiplo hanno di solito una percentuale inferiore di azionisti istituzionali e anche meno investitori a lungo termine, rispetto alle altre società: questa discrepanza scompare quando le società unificano le diverse categorie di azioni secondo il principio “un’azione-un voto”.

Le società con un gruppo di azionisti rilevanti tendono a ingaggiare meno gli investitori e a farlo con un minor numero di azionisti; inoltre, queste società tendono a essere meno attraenti dal punto di vista dell'investimento aumentando il costo del capitale.

Nella esperienza dei maggiori investitori istituzionali, il fondamento di un rapporto a lungo termine tra società e investitori è costituito dalla trasparenza e da un *engagement* significativo.



"Tutti gli azionisti possono beneficiare del voto maggiorato".

Le azioni a voto maggiorato basano i diritti di voto sulla durata del possesso delle azioni: i diritti di voto si maggiorano per gli azionisti che sono stati iscritti in un apposito registro per un certo periodo di tempo (ad esempio 24 mesi).

Le complessità operative e amministrative del processo di registrazione possono impedire agli investitori istituzionali di accedere al voto potenziato, così come avviene in Italia, ma non solo. Ad esempio, in Francia esiste una procedura separata di voto per le azioni con diritto di voto multipli, poiché i relativi registri non sono integrati nella ordinaria catena di trasmissione del voto (prevista dalla direttiva sui diritti degli azionisti...) e non sono collegati a piattaforme di voto internazionali. Ciò richiede l'implementazione di ulteriori processi *ad hoc*, che aggiungono costi e rischi significativi per gli investitori istituzionali mondiali.

Nella maggior parte dei casi, pertanto, solo gli azionisti (di maggioranza) domestici riescono a ottenere i diritti di voto maggiorati, il che può comportare una disparità di trattamento e di opportunità tra gli azionisti nazionali e quelli internazionali. Questo potrebbe diminuire l'interesse degli investitori a investire in queste società, in contrasto con l'obiettivo perseguito dall'introduzione del voto maggiorato, ossia di incentivare gli azionisti a detenere le loro azioni per un periodo di tempo più lungo.

Le complessità operative creano un vantaggio per alcuni gruppi di azionisti, favorendo quelli di controllo e di riferimento, e diluiscono la responsabilizzazione del consiglio di amministrazione e del *management* nei confronti degli azionisti di minoranza.

"I diritti di voto differenziati hanno un impatto positivo sul valore della società".

Le deviazioni dal principio "un'azione-un voto" possono invece avere un impatto negativo sul valore delle azioni. Infatti, gli investitori istituzionali tendono a disinvestire da società e mercati con diritti degli azionisti più deboli. Di solito viene applicato un c.d. "sconto" alle società che non offrono diritti di voto proporzionali, a causa della diluizione del potere di voto di alcuni azionisti e del maggior rischio che gli azionisti di controllo traggano benefici privati. Lo studio della Commissione Europea del 2006 condotto sugli investitori ha indicato che viene applicato uno sconto fino al 30% alle società che presentano meccanismi di rafforzamento del controllo.

"Gli investitori istituzionali sono cc.dd. *short-termisti*, ovvero investitori di breve termine e non dovrebbero comunque beneficiare di diritti di voto potenziati".

Gli investitori istituzionali sono, per la maggior parte, investitori di lungo termine. Gli ostacoli tecnici che incontrano nei mercati che consentono voti multipli sono rilevanti e precludono a molti di questi l'accesso ai diritti di voto potenziati.

Le strategie di investimento a indice (tipiche dei c.d. ETF o fondi indice) sono per definizione a lungo termine, in quanto gli investitori in indici deterranno le azioni di una società per tutto il tempo in cui questa è inclusa nell'indice associato a un particolare mandato/fondo d'investimento.

Per quanto riguarda i gestori di attivi, è diffusa l'idea errata che essi siano incentivati a trasformare i portafogli e che quindi li gestiscano con un'attenzione al breve termine che può andare a scapito dei loro clienti. In passato, gli studi sul *turnover* dei portafogli e sulla durata *standard* del possesso dei titoli a livello di industria degli *asset manager*



hanno aggregato il *trading* sui portafogli di proprietà delle banche e dei *trader* ad alta frequenza con le partecipazioni degli investitori istituzionali nelle società quotate, fornendo così una visione fuorviante dei periodi di detenzione effettivi degli investitori istituzionali.

"I diritti di voto differenziati possono difendere le società dalle acquisizioni ostili".

Al contrario, l'esistenza di diritti di voto differenziati può in realtà aumentare il rischio di un'acquisizione ostile c.d. strisciante (la c.d. *creeping acquisition* è la pratica del rastrellamento di pacchetti azionari che danno il controllo di fatto di una società senza l'obbligo di lancio di un'offerta pubblica di acquisto) e, nel caso di una struttura azionaria con azioni a voto multiplo, incentivare l'azionista di controllo a vendere a un prezzo maggiorato la propria quota a un potenziale acquirente. Queste operazioni non consentono agli altri azionisti di esprimersi sul cambio di controllo o di offrire le proprie azioni all'acquirente, creando notevoli rischi di investimento.

"I diritti di voto differenziati consentono ai *manager* di concentrarsi sul lungo termine".

Alcuni sostengono che i diritti di voto multipli possano creare stabilità per le imprese nascenti, il che potrebbe spiegare la tendenza all'adozione di strutture multiple di voto nelle IPO di società tecnologiche negli Stati Uniti.

Il prezzo da pagare per questa stabilità è la mancanza di un contro-bilanciamento del potere del fondatore/socio di controllo, in quanto avrebbe sia il potere di rimuovere il consiglio di amministrazione sia quello di approvare in assemblea qualunque operazione ordinaria e straordinaria.

Secondo i maggiori investitori istituzionali, le aziende di successo non hanno bisogno di ricorrere a pratiche che privano gli azionisti di minoranza dei loro diritti. Vi sono potenziali vantaggi nelle azioni a voto multiplo per le nuove società quotate in borsa, ma queste strutture dovrebbero avere una durata specifica e limitata.

Il principio "un'azione-un voto" è il risultato dell'evoluzione del mercato dalla fine del XIX secolo. La storia ci ha insegnato che gli investitori hanno bisogno di diritti sufficienti per sanzionare le pratiche o le prestazioni scadenti delle società e dei loro *manager*: "un'azione un voto" è il metodo migliore per rendere efficace il monitoraggio e la sorveglianza degli investitori.

4.2 Le reazioni

Il possibile potenziamento dei diritti di voto multipli desta da sempre la preoccupazione degli investitori italiani e internazionali perché comporterebbe un aggravato squilibrio tra le prerogative delle maggioranze e delle minoranze azionarie ponendosi in contrasto con il principio "un'azione-un voto".

Gli investitori istituzionali di tutto il mondo generalmente si oppongono ai meccanismi di rafforzamento del controllo quali i diritti di voto multipli. È il caso di ricordare le posizioni espresse a valle dell'introduzione, nel 2014, di tali meccanismi nel nostro ordinamento, e, in particolare, *il Joint Statement on the Introduction Of Multiple Voting Rights at Italian Listed Companies*, trasmesso a tutte le nostre principali istituzioni e firmato da oltre 120 tra esperti e *practitioner*, investitori istituzionali e *advisor* e consulenti. Così come basti ricordare le osservazioni del CII e dell'ICGN in risposta alla prima consultazione della



Commissione Europea sul *Listing Act* in vista della predisposizione della proposta legislativa. CII e ICGN hanno ribadito il principio per cui quando una società si rivolge ai mercati per raccogliere capitali dagli investitori, questi ultimi dovrebbero avere il diritto di votare in proporzione alla dimensione delle loro partecipazioni. I diritti di voto multipli potrebbero invece favorire l'estrazione di benefici privati da parte degli azionisti di controllo a discapito delle minoranze. Parallelamente, rischierebbero altresì di inibire cambiamenti strategici e/o manageriali in circostanze in cui tali cambiamenti potrebbero essere fondamentali per assicurare il successo sostenibile della società. Inoltre, CII e ICGN hanno evidenziato come il ricorso ai diritti di voto multipli abbia dato vita a una *race to the bottom* a livello internazionale e come ciò rappresenti non solo un rischio per la *performance* a lungo termine dei mercati ma anche un rischio reputazionale per gli ordinamenti europei, che potrebbero vedere erosi i loro elevati *standard* di *corporate governance* per cui sono riconosciuti in tutto il mondo.

Viepiù, un eventuale cumulo dei due istituti - voto plurimo e voto maggiorato - porterebbe alla definizione di una marcata sproporzione tra rischio effettivamente assunto e prerogative di controllo, possibilmente foriera di condotte di *moral hazard* da parte delle maggioranze e conseguentemente di una destabilizzazione di quei *check and balances*, introdotti per gestire al meglio l'*agency problem* tra maggioranze e minoranze, che hanno garantito fino a ora l'efficacia e le ottime prestazioni del sistema.

In linea con le posizioni espresse dagli investitori e a esito di una procedura di consultazione aperta a tutti gli attori del mercato, nel dicembre 2022 il *proxy advisor* ISS ha pubblicato una revisione delle proprie *policy* con l'obiettivo di riaffermare la centralità del principio "un'azione-un voto" e riconoscere che il voto multiplo - senza l'adozione di adeguati presidi a tutela delle minoranze - sia da considerarsi un elemento di cattiva governance.

Nello specifico, per assicurare una maggiore *board accountability* in tema di diritti di voto differenziato, ISS ha annunciato che esprimerà raccomandazioni negative sull'elezione dei consiglieri di amministrazione primariamente responsabili per l'adozione ovvero o che beneficiano delle strutture multiple di voto (sia *dual class shares* sia *loyalty shares*), qualora non vengano adottate salvaguardie per gli azionisti di minoranza (come ad esempio *sunset clause* fino a un massimo di sette anni e *whitewash* periodico sul mantenimento del voto differenziato). La *policy* troverà applicazione in Europa continentale, per le società a proprietà non concentrata, dopo un *transition period* di un anno, e cioè a partire dalla stagione assembleare 2024¹⁰.

5. Conclusioni

Quanto evidenziato porta a sostenere con determinatezza la necessità di prestare particolare attenzione ai rischi sottesi all'attribuzione di determinate prerogative che potrebbero incidere pesantemente sugli equilibri dei rapporti tra maggioranze e minoranze. Un utilizzo distortivo dei diritti derivanti dal controllo da parte delle prime potrebbe sgretolare le tutele a garanzia delle seconde, intaccando l'equilibrato sistema che tanto contribuisce alla prosperità delle relazioni tra gli operatori e si pone alla base della fiducia nei mercati.

Qualunque forma di potenziamento dei diritti di voto multipli così come la prossima implementazione della Direttiva sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un mercato di crescita per le

¹⁰ Negli Stati Uniti ISS adotta una simile *policy* sin dal 2015: in origine applicata alle sole società neo-quotate, è stata estesa a tutte le società a partire dal 2023.



PMI una volta approvata, renderà necessario impostare un diverso telaio normativo che razionalizzi il sistema attuale, prevedendo che per gli emittenti sia reso disponibile un solo meccanismo di rafforzamento del controllo¹¹ e che vengano posti adeguati limiti all'utilizzo di strutture di voto multiplo.

I presidi che, a nostro avviso, dovrebbero necessariamente essere introdotti possono essere:

- aritmetici: devono essere individuati ragionevoli massimali ai moltiplicatori, che tengano conto delle esigenze dell'imprenditore/azionista di maggioranza senza diluire eccessivamente i diritti degli altri azionisti;
- temporali: deve essere prevista una *sunset clause* obbligatoria¹²;
- di perimetro di applicazione: va eventualmente valutata la possibilità di limitare la tipologia di delibere assembleari alle quali applicare il voto potenziato.

Anche l'individuazione di opportuni meccanismi di *whitewash* per l'introduzione ovvero il mantenimento delle relative clausole degli statuti, costruiti tenendo conto delle caratteristiche del mercato italiano e della elevata concentrazione del capitale, o adeguati principi a difesa della neutralità per gli azionisti o comunque di proporzionalità tra capitale investito e peso dei voti, possono aiutare a contemperare adeguatamente la diluizione dei diritti degli investitori istituzionali. Le società potrebbero pertanto sottoporre la struttura del capitale aziendale al voto di tutti gli azionisti ogni 5-10 anni. Quest'ultimo approccio darebbe alla società e agli azionisti la possibilità di rivedere e discutere i meriti del mantenimento della struttura o della conversione a un'unica classe di azioni. Notiamo che ognuna di queste soluzioni bilancerebbe le esigenze delle società di concentrarsi sul lungo termine con quelle degli azionisti di essere responsabilizzati.

Tali presidi si rendono viepiù necessari considerando che si sta ragionando sul potenziamento di strumenti a favore delle attribuzioni degli azionisti di controllo in contesti dove (per le caratteristiche intrinseche e per la normativa applicabile) vi è una discrasia tra le loro prerogative (tra cui l'esercizio responsabile dei diritti nonché l'adempimento degli oneri scaturenti dalla situazione di controllo) e quelle degli investitori istituzionali/azionisti di minoranza. Questi ultimi, che, sia per regolamentazione sia per vocazione, il controllo societario non solo non lo cercano ma non lo possono ottenere, vedrebbero diluita la loro capacità di esercitare efficacemente i propri diritti di *voice* ogni volta che ci si allontani dal principio fondamentale "un'azione-un voto" e potrebbero essere quindi costretti a guardare ad altri mercati per i loro investimenti.

¹¹ Ponendo così fine alla coesistenza di azioni a voto plurimo e azioni a voto maggiorato.

¹² Ciò in linea con studi empirici che evidenziano come le società che abbiano adottato il voto multiplo hanno la tendenza a essere progressivamente svalutate rispetto ai propri *peer*, così come ad esempio riportato nella sopracitata risposta del CII alla consultazione della Commissione Europea sul *Listing Act*.



APPENDICE

Principali posizioni degli investitori istituzionali sul principio “un’azione-un voto” ed eventuali deviazioni

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS - CII¹³: è un’associazione U.S. di *asset owner*, *asset manager* nonché *service provider* (statunitensi e internazionali) che rappresenta un ammontare complessivo di oltre 40 *trillion \$* di *asset under management*

- [EU Dual Class SPAC Consultation final posted.pdf \(cii.org\)](https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf) (risposta alla consultazione della Commissione UE sul *Listing Act*)
- https://www.cii.org/dualclass_stock (endorsement del principio “un’azione-un voto”)
- https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf (sul principio “un’azione-un voto” in relazione all’*IPO* di Alibaba su NYSE)
- https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_nasdaq_one_share_one_vote.pdf (sul principio “un’azione-un voto” in relazione all’*IPO* di Alibaba su NASDAQ)
- https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_2_12_cii_letter_to_nyse_dual_class_stock.pdf (il CII chiede a NYSE di eleggere il principio “un’azione-un voto” come criterio essenziale per la quotazione)
- https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2012/10_02_12_cii_letter_to_nasdaq_dual_class_stock.pdf (il CII chiede a NASDAQ di eleggere il principio “un’azione-un voto” come criterio essenziale per la quotazione)
- <https://www.cii.org/dualclassenablers> (engagement e principio “un’azione-un voto”);

INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK - ICGN¹⁴: è un *network* internazionale di investitori, aperto anche a emittenti e *service provider*, rappresentativo di circa 77 *trillion \$* di *asset under management*

- <https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-05/3.%20EU%20-%20Targeted%20consultation%20on%20the%20listing%20act%20making%20public%20capital%20markets.pdf> (risposta alla consultazione della Commissione UE sul *Listing Act*)
- <https://www.icgn.org/sites/default/files/2022-08/2.%20ICGN%20Viewpoint%20differential%20share%20ownership.pdf> (“*one share one*” *vote standard as the optimal long-term structure for both companies and investors*)
- https://www.icgn.org/sites/default/files/Differential%20voting%20rights_2.pdf (panel avente a tema il dibattito relativo a vantaggi/svantaggi delle azioni con diritti di voto differenziati)
- <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-06/Stewardship%20does%20not%20benefit%20from%20differential%20ownership%20rights.pdf> (i diritti di voto differenziati non giovano alla *stewardship*)
- <https://www.icgn.org/sites/default/files/2021-05/5.%20ICGN%20Viewpoint%20Indices%20and%20non%20voting%20shares.pdf> (sulla quotazione di azioni prive di voto o a voto limitato);

¹³ Cfr. <https://www.cii.org/about>

¹⁴ Cfr. <https://www.icgn.org/members/our-members>



Canadian Coalition for Good Governance - CCGG¹⁵: è un'organizzazione canadese che rappresenta gli interessi di investitori istituzionali per un ammontare complessivo di circa 4.5 *trillion* \$ di *asset under management*.

- <https://ccgg.ca/download/4008/>

Asian Corporate Governance Association - ACGA¹⁶: è un'associazione basata a Hong Kong che rappresenta soprattutto investitori istituzionali e *asset manager* asiatici e internazionali per un ammontare complessivo di oltre 36 *trillion* \$ di *asset under management*

- <http://www.acga-asia.org/pdf/20191126-acga-letter-to-sebi-on-dvr-framework>

Investor Coalition for Equal Votes – ICEV: gruppo mondiale di investitori recentemente costituito al fine di contrastare la diffusione di strutture di voto multiplo

- <https://www.railpen.com/news/2022/1tn-global-investor-group-launches-equal-voting-rights-campaign/>

Eumedion – è una fondazione olandese che rappresenta gli interessi di investitori istituzionali con più di 8 *trillion* \$ di AUM

- [Statement proposal for a directive on multiple- vote share structures \(eumedion.nl\)](https://www.eumedion.nl/en/statement-proposal-for-a-directive-on-multiple-vote-share-structures)

E anche:

BlackRock:

- <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/blackrock-the-debate-on-differentiated-voting-rights.pdf>

Vanguard:

- https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/2020_proxy_voting_summary.pdf (pag. 17)

State Street:

- https://www.ssga.com/it/en_gb/institutional/ic/capabilities/esg/asset-stewardship/asset-stewardship-report-library/europe-proxy-voting-engagement-guidelines-2019 (par. “*Unequal voting rights*”)

Institutional Shareholder Services – ISS¹⁷: è il principale *proxy advisor* su scala mondiale: le sue analisi e raccomandazioni di voto coprono all'incirca 48.000 assemblee in 115 paesi all'anno

- https://www.issgovernance.com/file/publications/ISS_Dual-Class_Shares-Governance_Risks_and_Company_Performance.pdf
- <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf> (pag. 13 e 17)

Glass, Lewis & Co.¹⁸: è il secondo *proxy advisor* su scala mondiale: le sue analisi e raccomandazioni di voto coprono più di 30.000 assemblee in 100 paesi all'anno

- https://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2016/12/Guidelines_Italy.pdf (pag. 13)

¹⁵ Cfr. pg. 2 https://ccgg.ca/wp-content/uploads/2020/05/CCGG-2019-Annual-Report_LinkedPDF-FINAL.pdf

¹⁶ Cfr. <https://www.acga-asia.org/who-we-are-acga-members.php>

¹⁷ Cfr. <https://www.issgovernance.com/about/about-iss/>

¹⁸ Cfr. <https://www.glasslewis.com/company-overview/>



BIBLIOGRAFIA

- Alvaro S., Ciavarella A., D'Eramo D., Linciano N., "La deviazione dal principio "un'azione - un voto" e le azioni a voto multiplo", Quaderno Giuridico Consob n. 5/2014
- Appell D. 'One share, one vote' remains gold standard despite challenges, Pensions&Investments, Agosto 2017
- Assogestioni, Principi Italiani di Stewardship per l'esercizio dei diritti amministrativi e di voto nelle società quotate, 2016
- Assogestioni, Voto maggiorato e voto plurimo: un vulnus al principio di "one share one vote", 2014, disponibile al link: <https://www.assogestioni.it/articolo/voto-maggiorato-e-voto-plurimo-un-vulnus-al-principio-di-one-share-one-vote>
- Bebchuk L., Kastiel K., The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock, Virginia Law Review, Volume 103, pp. 585-631, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 905, Harvard Law School Program on Corporate Governance Discussion Paper 2017-6, 2017
- Becht M., Kamisarenka Y., Pajuste A., Loyalty shares with tenure voting - Does the default rule matter? Evidence from the Loi Florange Experiment, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 398/2018, 2020
- Becht M., Kamisarenka Y., Pajuste A., Loyalty shares with tenure voting - a Coasian Bargain? Evidence from the Loi Florange Experiment, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 398/2018, 2018
- Belcredi M., intervento al Convegno di Studio su "Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati", 19-20 settembre 2014, disponibile al link: https://www.fondazionecourmayeur.it/download.asp?file=/elementi/www/2014/civile/power%20point%20prof_belcredi.pdf
- Belcredi M., Faverzani L., Signori A., Così non fan tutte. An analysis of Italian companies moving abroad, Manoscritto non pubblicato
- Belot F., Ginglinger E., Starks Laura T., Encouraging long-term shareholders: the effects of loyalty shares with double voting rights, Management Science 68, 2022
- Bennedsen M., Nielsen K. M., Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership, Journal of Banking & Finance, 2010
- BlackRock, Key considerations in the debate on differentiated voting rights
- Bourveau T., Brochet F., Garel A., The capital market consequences of tenure-based voting rights: evidence from the Florange Act, 2021
- Business Insider Italia, I grandi fondi snobbano l'IPO di Deliveroo: ecco tutti i motivi della fuga, 2021
- Centro di ricerche finanziarie sulla corporate governance - FIN-GOV dell'Università Cattolica, Commenti e considerazioni su alcune tematiche discusse nel Libro Verde su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022, reperibile al link: <https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-Risposta%20a%20consultazione%202022%2003%2025.pdf>
- Council of Institutional Investors, CII Finds Inclusion of Time-Based Sunsets in Dual-Class IPOs Continues Upward Trend, Council of Institutional Investors Vol 27, Issue 3, 2022
- Council of Institutional Investors, Newly Public Operating Companies Snapshots: 2022, 2022
- Council of Institutional Investors, Royal Dutch Shell Shareholders Vote to Ditch Dual-Class Shares, Move to U.K., Council of Institutional Investors Vol 26, Issue 46, Dicembre 2021
- Council of Institutional Investors, Response to the SEC solicitation of comments on the Long-Term Stock, Inc. Form 1 application under the Securities Exchange Act, 2019



- Cremers M., Lauterbach B., Pajuste A., The Life-Cycle of Dual Class Firm Valuation, European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Working Paper No. 550/2018, 2022
- Enriques L., Come tutelare i diritti delle minoranze in Olanda, Financial Community Hub, Marzo 2023
- Enriques L., Gatti M., Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry 30, European Corporate Governance Institute, Working Paper No. 264, 2014
- European Commission External Study by ISS, Sherman & Sterling and ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2006
- Financial Times, Investors hit back at dual-class reforms after Deliveroo IPO flop, 1 aprile 2021
- Georgeson, Georgeson’s 2015 Proxy Season Review, 2015
- Gilson R. J., Gordon L. A., Pound J., How the Proxy Rules Discourage Constructive Engagement: Regulatory Barriers to Electing a Minority of Directors, 17 J. Corp. L. 29, 1991
- Howell J. W., No More Share Classes: A Study of U.S. Dual Class Stock Unifications, Terry College of Business, University of Georgia, 2008
- Ignites, Fund groups dodge Deliveroo IPO over governance concern, 26 marzo 2021
- Il Post, La quotazione in borsa di Deliveroo è stata un disastro, 1 aprile 2021
- Il Sole 24 Ore, Il voto doppio e il quorum qualificato, Gennaio 2015
- Il Sole 24 Ore, Generali, per BlackRock il voto multiplo è “problematico”, Maggio 2015
- IRRC Institute and ISS, Controlled Companies in the Standard and Poor’s 1500: A Ten Year Performance and Risk Review, 2012
- Investment Management Association, Understanding Equity Turnover Data: Initial Findings from IMA Research Submitted to the Kay Review, disponibile al link: 20111128_IMATurnoverResearch-InitialFindings.pdf (theia.org)
- Li K., Ortiz-Molina H., Zhao X., Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms, Financial Management, Volume 37, Issue 4, 2008
- Linciano N., Ciavarella A., Di Stefano G., Signoretti R., Pierantoni L., Della Libera E., Frasca E., Rapporto Consob sulla Corporate governance delle società quotate italiane, 2021, disponibile al link: <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2021.pdf/47b754d2-16e3-4c3e-8ea1-5add239444e0>
- Loyens&Loeff, Trend report – New developments on Dutch loyalty shares schemes, 2023, disponibile al link: <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=5b56d956-b173-436e-a160-69ec48711690>
- Loyens&Loeff, Trend Report Recent developments in Dutch loyalty share schemes, 2020, disponibile al link: <https://www.loyensloeff.com/insights/news--events/news/trend-report-recent-developments-in-dutch-loyalty-share-schemes/>
- Love I., Corporate Governance and Performance around the World: What We Know and What We Don’t, Oxford University Press, 2010
- Marchetti P., Osservazioni e materiali sul voto maggiorato, Rivista delle società Anno LX Fasc. 2-3-2015, 2015
- Marriage M., State Street asks SEC to block non-voting shares, Financial Times, Giugno 2017
- Masulis R.W. et al., Agency Problems at Dual-Class Companies, Journal of Finance, Volume 64 Issue 4, 2009
- Mercer, Stikeman Elliott, Generation Foundation, Building a long-term shareholder base: assessing the potential of loyalty-driven securities, 2013



Mosca C., Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge Between Tenured Voting and Takeover Law, Michigan Business & Entrepreneurial Law Review Vol 8, Issue 2, 2019

Novick B., Mehta M., Open Letter Regarding Consultation on the Treatment of Unequal Voting Structures in the MSCI Equity Indexes, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2018

Novick B., Balic A., Cound J., Fox G., Pilibossian A., Eisenmann K., Mutilica A. C., Europe's listed companies: their governance, shareholders and votes cast, BlackRock, 2020

Novick B., Edkins M., Clark T., Rosenblum A., The Investment Stewardship Ecosystem, BlackRock, Luglio 2018

OECD Corporate Governance Factbook, 2021, disponibile al link: <https://www.oecd.org/corporate/OECD-Corporate-Governance-Factbook.pdf>

OECD, Lack of proportionality between ownership and control: overview and issues for discussion, 2007

One share One vote, Joint Statement on the introduction of the multiple voting rights at Italian listed companies, disponibile al link: <https://oneshareonevote.org/> nonché <https://www.eumedion.nl/en/public/knowledgenetwork/letters/2015-02---statement-on-italian-multiple-voting-rights.pdf>

Roe M. J., Cenzi Venezze F., Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?, The Business Lawyer Vol 76, Aprile 2021

Smart S. B., What's in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Value, Journal of Accounting and Economics, 45, 2008

Spolidoro M.S., intervento al Convegno di Studio su "Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati", 19-20 settembre 2014, disponibile al link: https://www.fondazionecourmayeur.it/download.asp?file=/elementi/www/2014/civile/relazione%20prof_%20spolidoro.pdf

Ventoruzzo M., The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, Bocconi Legal Studies Research Paper No. 2574236, Penn State Law Research Paper No. 3-2015, ECGI - Law Working Paper No. 288/2015, 2015

Zingales L., Quel voto plurimo così opaco, Il Sole 24 Ore, Agosto 2014

Zingales L., Il voto plurimo favorisce "le piramidi", Il Sole 24 Ore, Agosto 2014

Zingales L., La logica dell'investitore e i conti del "cassettista", Il Sole 24 Ore, Agosto 2014