

LUISS



Dipartimento di
Impresa e
Management

Cattedra di Finanza Aziendale

Offerta Pubblica Iniziale e la Deviazione dal Principio “un’azione, un voto”: Studi e Sviluppi della Dual-Class Share Structure

Prof. Raffaele Oriani

RELATORE

Lorenzo Meloncelli 233931

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Indice

Introduzione.....	3
1. L’Offerta Pubblica Iniziale.....	5
1.1 Definizione e motivazioni sottostanti.....	5
1.2 Organizzazione della prima offerta pubblica e soggetti coinvolti.....	8
1.2.1 La fase di post-quotazione: opzioni e clausole dell’offerta.....	13
1.3 I costi di una nuova emissione di titoli.....	15
1.3.1 I costi impliciti: l’ <i>underpricing</i>	17
1.3.2 Teorie esplicative l’IPO <i>underpricing</i>	20
2. <i>Dual-Class Share Structure</i>	23
2.1 Definizione e motivazioni sottostanti.....	23
2.2 Vantaggi e tesi a favore.....	26
2.2.1 Le ricapitalizzazioni <i>dual-class</i>	26
2.2.2 La dual-class share structure quale difesa dallo <i>short-terminism</i>	28
2.2.3 Le <i>dual-class IPO</i>	29
2.3 Svantaggi e tesi contrarie.....	30
2.3.1 L’assenza di benefici nel lungo termine.....	32
2.3.2 L’importanza degli investitori istituzionali.....	33
2.4 <i>Pricing</i> delle <i>dual-class stock</i> : il valore del controllo.....	34
3. Regolamentazione corrente e prospettive future.....	38
3.1 Il principio “un’azione, un voto” in una prospettiva comparata.....	38
3.2 Le deviazioni dal principio “un’azione, un voto” nelle società quotate italiane.....	43
3.2.1 Il nuovo decreto Rilancio.....	47
3.3 Indicazioni di <i>policy</i>	49
3.3.1 Le tutele delle minoranze.....	51
Conclusion.....	55
Bibliografia e Sitografia.....	56

Introduzione

Nel settembre 2014 la società di *e-commerce* Alibaba Group Holding Ltd. si è quotata con una delle più grandi offerte pubbliche iniziali (IPO) nella storia del mercato azionario, adottando una *dual-class share structure*. Tale espressione viene tipicamente utilizzata per indicare una struttura azionaria qualitativamente non uniforme poiché composta da due o più “classi” di azioni che, pur rappresentando una stessa quota di proprietà della società emittente, attribuiscono diritti di voto differenti. Il motivo per cui Alibaba ha scelto proprio gli Stati Uniti per la propria quotazione è che le relative borse valori consentono alle società che intendono quotarsi di adottare una struttura azionaria diversa dalla normale struttura coerente con il principio "un'azione, un voto". La tesi si propone di valutare i vantaggi e i costi derivanti dall'estendere anche alle società quotate italiane la possibilità di emettere azioni a voto plurimo, alla luce delle indicazioni della letteratura economica e giuridica in materia di deviazioni dal principio di proporzionalità fra diritti di voto e patrimoniali per gli strumenti azionari e dell'analisi comparata degli ordinamenti dei principali paesi avanzati.

A tal fine, il primo capitolo ha per oggetto quel momento particolarmente importante nella vita di un'impresa che è l'offerta pubblica iniziale. Dopo averne analizzato le principali motivazioni sottostanti si ripercorre il processo che la società deve affrontare per potersi effettivamente quotare, ponendo l'accento sui diversi soggetti coinvolti e sulle clausole che possono caratterizzare l'offerta e che consentono alla banca *underwriter* di svolgere l'importante funzione di stabilizzazione del prezzo azionario nel cosiddetto *aftermarket*. Segue un'analisi dei costi che contraddistinguono il processo coerentemente con la classificazione proposta da Ritter (1998), il quale distingue i costi diretti da quelli indiretti. A questi si aggiunge l'*underpricing* che, pur configurandosi come un costo (implicito) per la società emittente e per gli azionisti esistenti, risulta un fenomeno relativamente consistente nel tempo e all'interno dei diversi mercati. Si rende dunque necessaria una rassegna delle teorie esplicative del fenomeno, con particolare riferimento al filone delle asimmetrie informative.

Il secondo capitolo si concentra invece sulla letteratura economica teorica ed empirica che ruota attorno alla *dual-class share structure* e che, pur non chiarendo in modo univoco se la deviazione dal principio “un'azione, un voto” crei o distrugga valore, fornisce molte importanti intuizioni sull'argomento, mostrando i vantaggi e gli svantaggi di entrambe le alternative. Ci si sofferma innanzitutto sui vantaggi e sulle tesi a favore, distinguendo gli effetti derivanti dall'introduzione delle azioni a voto multiplo al momento della quotazione da quelli derivanti dall'introduzione delle stesse successivamente alla quotazione. Viene infine messo in evidenza come la *dual-class share structure* consenta alle società di difendersi dal cosiddetto *short-terminism*, con cui ci si riferisce alla tendenza a focalizzare l'attenzione esclusivamente sui guadagni a breve termine, spesso a discapito del successo o della stabilità di lungo termine.

Segue un'analisi degli svantaggi e delle tesi contrarie, dalle quali emerge come la *dual-class share structure* risulti un'arma a doppio taglio in grado di svincolare i manager da controlli sulla loro condotta e di incentivarli all'estrazione di benefici privati imponendo costi sproporzionati alla più ampia base di azionisti. Rimanendo in tale ambito viene messo in evidenza come, assumendo una prospettiva di lungo termine, il mercato non manchi di apprezzare le conseguenze dell'attivismo come invece temono i sostenitori dell'isolamento. Si sottolinea inoltre l'importanza della partecipazione di investitori istituzionali e di come invece sempre più stiano traferendo altrove gli investimenti effettuati nelle società caratterizzate da una *dual-class share structure*. Si procede infine all'analisi del *pricing* delle azioni *dual-class*, mostrando come l'evidenza empirica supporti la tesi secondo cui il diritto di voto ha un valore sostanziale anche se le azioni con voto superiore in genere non danno diritto a dividendi maggiorati.

L'opportunità di estendere anche alle società quotate italiane la possibilità di emettere azioni a voto multiplo viene poi concretamente valutata nel terzo e ultimo capitolo della tesi. A tal fine vengono innanzitutto esaminati gli attuali quadri normativi di riferimento in diversi paesi europei e non. Con riguardo al caso italiano si analizza inoltre il decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. decreto Rilancio) in quanto, l'art. 45 del Decreto, presente nella bozza circolata fra gli addetti ai lavori e sui principali organi di stampa, sembrava autorizzare l'emissione delle azioni a voto multiplo anche alle società quotate, in deroga all'art 127 sexies, comma 1, TUF. La riforma annunciata, prevista, descritta e infine abbandonata ha contribuito fortemente a riaccendere la discussione sull'opportunità o meno di introdurre tale strumento nel nostro ordinamento, spesso ritenuto necessario per proteggere il mercato borsistico italiano e per concorrere con le giurisdizioni straniere, scoraggiando il trasferimento della sede legale all'estero e la quotazione in paesi che prevedono meccanismi di rafforzamento dei diritti di voto.

Per comprenderne appieno le conseguenze risulta allora necessario riprendere nuovamente la distinzione tra l'adozione delle azioni a voto plurimo al momento della quotazione e l'introduzione delle stesse successivamente alla quotazione. Infine, in considerazione dei rischi connessi all'utilizzo di tali azioni, vengono proposti una serie di vincoli e presidi a tutela dei soci di minoranza da accompagnare all'eventuale implementazione della *dual-class share structure*.

1. L'Offerta Pubblica Iniziale

1.1 Definizione e motivazioni sottostanti

Il seguente capitolo si propone di analizzare un momento particolarmente importante nella vita di un'impresa: l'Offerta Pubblica Iniziale o IPO (dall'inglese *Initial Public Offering*). Borsa Italiana S.p.A definisce l'IPO come: “lo strumento attraverso il quale una società ottiene la diffusione dei titoli tra il pubblico (la c.d. creazione del flottante¹) che è il requisito necessario per ottenere la quotazione dei propri titoli su un mercato regolamentato”.²

L'offerta pubblica può essere effettuata diversamente, a seconda delle azioni che sono oggetto della stessa. In particolare, nel caso in cui abbia per oggetto azioni di nuova emissione prenderà il nome di offerta primaria o, più precisamente, di offerta pubblica di sottoscrizione (OPS)³. Se al contrario ha per oggetto i titoli detenuti dagli azionisti esistenti, i quali scelgono di alienare parte delle proprie azioni, si tratterà di un'offerta secondaria, anche detta offerta pubblica di vendita (OPV)⁴. Un esempio di IPO con tale obiettivo è stata quella effettuata da Salvatore Ferragamo S.p.A (2011), la quale ha previsto solo la cessione di azioni da parte degli azionisti esistenti (evidentemente non più interessanti a gestire la società), senza una contestuale aumento di capitale⁵. In realtà, numerose IPO derivano dallo sfruttamento congiunto delle due precedenti modalità. Per esempio, nel 2014, l'IPO di Alibaba ha raccolto 25 miliardi di dollari. Circa un terzo delle azioni è stato venduto dalla società, mentre il resto è stato venduto agli azionisti esistenti. In quest'ultimo caso l'offerta prende il nome di offerta pubblica di vendita e sottoscrizione (OPVS)⁶.

Tale distinzione è particolarmente importante per la società emittente: il fatto che le azioni provengano da azionisti esistenti o che siano azioni di nuova emissione segnala infatti obiettivi differenti dell'emissione. Laddove la maggior parte delle azioni provenga da azionisti esistenti, il segnale che ne deriva è quello di un'IPO effettuata con l'obiettivo di far uscire tali azionisti dalla compagine societaria. Nel caso di OPV non vi è infatti raccolta di capitale per l'impresa, ma solamente raccolta di liquidità per gli offerenti. Quando invece la maggioranza delle azioni è di nuova emissione, il segnale che risulta è quello di un'IPO avvenuta

¹ La quantità di azioni emesse da un'impresa quotata che gli investitori possono commerciare liberamente nel mercato secondario.

² Borsa Italiana, “*Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana*”, 2001.

³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>

⁴ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>

⁵ <https://group.ferragamo.com/wps/wcm/connect/5f725ccf-49fd-4ad9-8706-d8f4bc12737f/Depositato+il+Prospetto+Informativo+relativo+all%27Offerta+Pub...pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5f725ccf-49fd-4ad9-8706-d8f4bc12737f>

⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita-e-sottoscrizione.html>

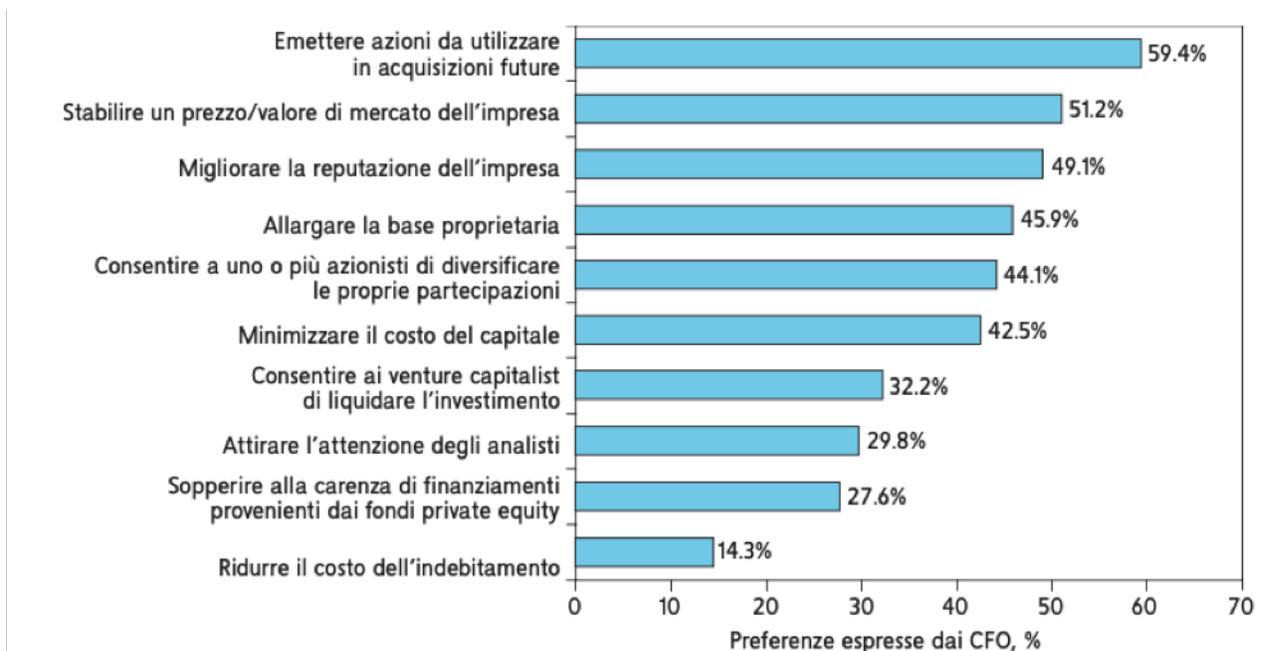
principalmente ai fini di raccolta di nuovo capitale di rischio e, quindi, di nuova liquidità. L'OPS comporta sempre infatti un aumento di capitale.

Tuttavia, vista anche la complessità e i costi di una simile operazione, queste due prime motivazioni (raccolta di capitale e possibilità per gli azionisti esistenti di liquidare il proprio investimento) non risultano le uniche.

La figura n.1 rappresenta un'indagine sui motivi adottati dai CFO per quotare in borsa le proprie azioni.

È possibile notare come la motivazione che ha riscontrato maggiori consensi risulti quella di utilizzare le azioni quotate per effettuare operazioni di fusione e acquisizione. In alcuni casi le operazioni di acquisizione vengono effettuate per cassa, in un'unica soluzione o consegnando varie somme di denaro dilazionate nel tempo. In altri casi invece il pagamento avviene tramite scambio azionario: l'acquirente paga agli azionisti della società acquisita una quantità di azioni per ogni quota da loro posseduta, determinata in funzione di un rapporto di scambio. In questo secondo caso, la possibilità di utilizzare azioni quotate, facilita di gran lunga il processo.

Figura n.1: Indagine sui motivi adottati dai CFO per quotare in borsa le proprie aziende.



Fonte: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", 2020.

Stabilire un valore di mercato per le azioni rappresenta un'ulteriore valida motivazione: se riteniamo che il mercato sia efficiente⁷, e dunque che il prezzo rappresenti correttamente il valore delle azioni tenendo conto

⁷ Secondo l'ipotesi di mercato efficiente i prezzi dei titoli nei mercati finanziari riflettono pienamente e rapidamente tutte le informazioni disponibili. In un mercato efficiente tutte le opportunità di profitto non sfruttate vengono eliminate. Non tutti in un mercato finanziario devono essere necessariamente informati su un titolo o avere aspettative razionali che spingono il prezzo del titolo al punto in cui si realizza la condizione di mercato efficiente. È sufficiente che esistano almeno alcuni investitori (*smart money*) che

delle informazioni rilevanti, disporre di un prezzo delle proprie azioni pari valore di mercato aiuta a capire quanto valore la società sia in grado di creare e permette di ottenere feedback per le decisioni gestionali tramite lo studio dei rendimenti anomali⁸.

Il terzo tema, condiviso da quasi la metà dei CFO intervistati, è quello per cui la quotazione in borsa migliora la reputazione dell'impresa, non solo sui mercati finanziari ma anche nei confronti di potenziali clienti: poiché per quotarsi in borsa bisogna rispettare regole di trasparenza e controlli più ferrei, solitamente una società quotata è ritenuta più affidabile.

Segue la possibilità di allargare la base proprietaria: il processo di quotazione permette infatti di coinvolgere nel capitale di rischio della società investitori istituzionali che altrimenti non sarebbe stato possibile includere. Anche se di minoranza, questi investitori possono sempre dare un contributo positivo allo sviluppo dell'impresa. La quotazione permette inoltre di minimizzare il costo del capitale. Il teorema di Modigliani-Miller (1958) può rappresentare una delle prime produzioni letterarie circa le ragioni (almeno quelle indirette) alla base della decisione di un'impresa di diventare pubblica. In presenza di tassazione, il modello conduce a una struttura del capitale ottimale caratterizzata da un livello di indebitamento pari al 100%. Il teorema di Modigliani-Miller (1958) ha costituito la base della moderna teoria della struttura del capitale, ma è successivo lavoro di Baxter (1967) e Stiglitz (1969) che spiega i possibili inconvenienti derivanti da un'impresa maggiormente finanziata tramite debito. L'introduzione dei costi di fallimento, infatti, si tradurrà nella possibilità di identificare una struttura finanziaria ottimale, in grado di minimizzare il costo medio ponderato del capitale (WACC). Ridurre al minimo il WACC, *ceteris paribus*, massimizza il valore dell'impresa. Per questo motivo i manager sono più propensi a emettere *equity* poiché, quando determina una riduzione del costo del capitale, permette di aumentare il valore dell'impresa.

L'IPO consente poi ai *venture capitalist* di liquidare il loro investimento. Con il termine *venture capital* si fa riferimento a una particolare tipologia di *private equity*⁹: le società di *venture capital* finanziano aziende caratterizzate da un elevato potenziale di crescita, assumendosi i relativi rischi, in cambio di una quota azionaria¹⁰. L'investimento viene effettuato tipicamente nelle prime fasi di vita delle società target, nella speranza che alcune di queste abbiano successo. Poiché forniscono alle nuove società gran parte del loro finanziamento iniziale, i *venture capitalist* ottengono determinati diritti e responsabilità, incluso il modo e il momento in cui un'azienda diventa pubblica. Nella maggior parte dei casi, la quotazione delle azioni delle

tengono gli occhi aperti per individuare le opportunità di profitto non sfruttate e che, agendo per sfruttare tale opportunità, otterrà un profitto riporteranno i mercati in equilibrio

⁸ La parte di un rendimento che non deriva dai movimenti del mercato; si calcola come differenza tra rendimento effettivo e rendimento atteso.

⁹ Per *private equity* si intende una categoria di investimenti finanziari mediante la quale un'entità apporta nuovi capitali a una società target con l'acquisto di azioni e/o sottoscrivendo azioni di nuova emissione apportando nuovi capitali all'interno dell'obiettivo.

¹⁰ Zider, Bob, "How venture capital works." Harvard Business Review, 1998.

società partecipate su un mercato regolamentato costituisce la via di dismissione della partecipazione più ambita da parte dell'investitore istituzionale¹¹.

Un'ulteriore motivazione è quella di attirare l'attenzione degli analisti finanziari: le azioni quotate sono seguite da un certo numero di analisti indipendenti, i quali pubblicano periodicamente dei report in cui analizzano la società ed esprimono un *target price*, ossia il prezzo che ci si aspetta che l'azione possa avere da lì ad un prossimo futuro, in base alle valutazioni svolte. Gli analisti finanziari hanno il merito di risolvere eventuali asimmetrie informative e quindi di rendere più efficiente il processo di trasmissione delle informazioni tra azienda e mercato. Aumentare il numero di analisti che seguono il titolo rende lo stesso più interessante e più liquido, facilitando il collocamento di nuovo capitale di rischio sul mercato¹².

La quotazione in borsa permette infine di sopperire alla carenza di finanziamenti provenienti dai fondi di *Private Equity* e si configura come modalità per ridurre il costo dell'indebitamento. Al riguardo, l'analisi svolta da Pagano et. al (1999) evidenzia come la quotazione consenta all'impresa di accedere a nuove fonti di finanziamento, diverse dagli intermediari bancari: accedendo al mercato azionario e diffondendo informazioni¹³ le imprese possono incrementare il proprio potere d'acquisto (aumenta la concorrenza esterna al proprio prestatore) garantendosi un minor costo del debito.

1.2 Organizzazione della prima offerta pubblica e soggetti coinvolti

Una prima importante decisione che una società deve affrontare quando intende intraprendere un'IPO è in quale mercato collocare le azioni di nuova emissione. Come passo preliminare, l'emittente deve assicurarsi di soddisfare le regole e gli standard richiesti dalle autorità di regolamentazione.

¹¹ <https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

¹² David N. Feldman, 2018, "*Regulation A+ and other alternatives to a traditional IPO: Financing Your Growth Business Following the JOBS Act*", John Wiley & Sons, Inc.

¹³ Quando la qualità delle informazioni sulle aziende è migliore, i problemi di asimmetria informativa risultano meno gravi ed è più facile per le aziende emettere titoli. La presenza di asimmetria informativa conduce ai problemi di selezione avversa e di azzardo morale che in parte spiegano il motivo per cui, ovunque nel mondo, l'emissione di azioni e obbligazioni non costituisce la fonte di finanziamento primaria delle aziende. Difatti, un intermediario finanziario come la banca, specializzata nella raccolta e nell'elaborazione di informazioni sulle aziende che hanno esigenze di finanziamento, è in grado di eliminare tali minacce selezionando le imprese che richiedono fondi in base al rischio di insolvenza che le contraddistinguono. In questo modo erogheranno crediti principalmente ad aziende di buona qualità, percependo un rendimento sui prestiti concessi più elevato rispetto all'interesse pagato ai depositanti. Le banche realizzano tale profitto perché sono in grado di minimizzare il fenomeno del *free-riding*. Ciò è possibile in quanto finanziano le aziende principalmente concedendo prestiti privati anziché acquistando titoli, i quali vengono scambiati in un mercato aperto a molti investitori. Poiché i prestiti sono contratti poco liquidi, gli altri investitori, non conoscendo i termini del contratto, non potranno fare un'offerta migliore (in termini di tasso di interesse) in modo da ridurre il profitto della banca per le informazioni prodotte.

Col tempo, la scelta del mercato in cui distribuire le azioni non è stata più determinata dai confini nazionali ma piuttosto dai criteri e dalle regole da soddisfare per essere ammessi alla quotazione in borsa. Le borse tradizionali hanno mostrato una sempre più forte concorrenza tra di loro, che ha portato i mercati tradizionali a consolidarsi e fondersi, creando vaste piattaforme di trading caratterizzate da una maggiore liquidità¹⁴. Inoltre, mentre in passato le borse valori erano tipicamente di proprietà di organizzazioni attivamente coinvolte al loro interno, oggi queste stanno assumendo la veste di società che intraprendono IPO per conto proprio. Le società emittenti non sono più obbligate a collocare le proprie azioni nei listini nazionali (come invece accadeva in passato) e oggi a influenzare la scelta del mercato gioca un ruolo sicuramente più importante la rigidità delle normative di borsa. Tuttavia, nel corso degli anni sono stati creati molti nuovi mercati segmentati con regole sempre meno rigorose per incoraggiare le PMI con elevate prospettive di crescita ad entrare nel mercato. Ad esempio, la Borsa di Londra è stata divisa in tre mercati principali, ognuno dei quali richiede requisiti diversi a seconda delle caratteristiche dell'azienda: il mercato principale (Official List), il mercato degli investimenti alternativi (AIM) per le nuove società che presentano un potenziale di crescita e il TechMark per le società tecnologiche¹⁵.

La figura n.2 ritrae le diverse fasi che caratterizzano il processo di un'IPO, dal momento in cui la società comincia a valutare l'opportunità di quotarsi al momento in cui materialmente le azioni vengono offerte al pubblico.

¹⁴ Quanto rapidamente (e a basso costo) un'attività finanziaria può essere convertita in moneta l'attività è considerata liquida se il mercato in cui viene scambiata è "profondo" e "ampio", cioè in esso vi sono molti compratori e venditori. Un esempio di attività particolarmente liquida sono i titoli di stato, quali BOT e BTP.

¹⁵ Jenkinson, Tim, and Alexander Ljungqvist. "Going public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance", 2001.

Figura n.2: *Open Price Bookbuilding*.



Fonte: J.P Morgan.

Oltre al numero elevato di soggetti coinvolti, si qualifica come un processo time-consuming [Draho (2004)] poiché richiede una notevole preparazione, nonché un ammirabile dispiegamento di risorse. Borsa Italiana stima in un tempo minimo di quattro mesi, a partire dalla riunione di lancio, la durata dell'intero processo; tuttavia nella prassi si verifica che la durata è di circa 6-12 mesi.

La piramide raffigurata rappresenta il range di valutazione che viene assegnato alle azioni prima dell'offerta: il *pricing* delle azioni parte tipicamente da un range molto ampio e, man mano che si acquisiscono nuove informazioni, si restringe fino alla determinazione del prezzo d'offerta.

Il principale soggetto che assiste l'impresa nel processo in esame è la c.d banca *underwriter*: il leader di un consorzio di collocamento, costituito da una serie di banche di investimento che, insieme al primo, sono in primis responsabili del collocamento delle azioni¹⁶.

La prima fase del processo si apre proprio con la società quotanda che incontra una serie di potenziali candidati, i quali competono facendo un'offerta (*pitch*) in merito alle condizioni contrattuali e, nel fare ciò, propongono anche un primo range di valutazione delle azioni. Nella scelta dell'*underwriter* la società dovrebbe dare più importanza alla qualità dell'intermediario (*track record* in precedenti IPO, capacità distributiva, conoscenza del settore di appartenenza dell'emittente ecc.) piuttosto che basarsi esclusivamente sul valore proposto, poco

¹⁶ PricewaterhouseCoopers LLP, "Roadmap for an IPO. A guide to going public", 2013.

significativo prima della *due diligence* e prima del confronto con il mercato.¹⁷ Una volta selezionato l'*underwriter* si apre la fase cosiddetta di *due diligence*, definito da Borsa Italiana S.p.A come “l’attività di acquisizione delle informazioni necessarie per la preparazione della documentazione richiesta dalla prassi operativa e dalla normativa in merito ad una operazione di emissione di strumenti finanziari”¹⁸.

Sulla base di tali informazioni l'*underwriter* sarà in grado di arrivare a una valutazione più precisa del *fair value*¹⁹ dei titoli oggetto dell’offerta. Tuttavia, a questo stadio del processo, tale valutazione si basa ancora su modelli teorici, come ad esempio il metodo dei multipli di mercato²⁰.

È nella fase successiva, quella del cosiddetto *pre-marketing*, che il *fair value* viene sottoposto ad una prima verifica: la società, insieme alla banca *underwriter*, incontra un selezionato gruppo di investitori, spesso *opinion makers*²¹. Sulla base del *feedback* di questa verifica si stabilirà l’intervallo di prezzo con cui presentarsi per la raccolta degli ordini definitivi nel periodo di vero e proprio svolgimento dell’offerta.

Nel frattempo si richiede la predisposizione di un prospetto informativo, il quale deve essere revisionato dalle autorità di vigilanza (nel caso italiano dalla Consob). In un’IPO, il ruolo della Consob è quello di verificare la correttezza della sollecitazione al pubblico e a tale scopo verifica il prospetto informativo redatto dall'emittente, eventualmente ne chiede integrazioni (o addirittura modifiche) a favore di una maggiore chiarezza e, infine, ne autorizza la pubblicazione (c.d. "nulla osta").

Il prospetto informativo, oltre a sintetizzare le principali informazioni circa le caratteristiche dell’emissione e dell’emittente, specifica anche quanta parte delle azioni è offerta a investitori istituzionali e quanta invece a investitori *retail*²².

Successivamente si apre la fase del *bookbuilding* (raccolta degli ordini), in cui gli investitori esprimono, inoltrando delle proposte in cui esplicano quante azioni sono disposti a comprare e a quale prezzo (*limit orders*), i loro interesse nei confronti dell’offerta. Il *bookbuilding approach* è uno dei metodi di *price finding* più conosciuto e diffuso negli ultimi tempi [Lombardo (2011)], nel quale il prezzo finale di emissione viene decretato a seguito di un processo di forte connessione tra i soggetti coinvolti [Jenkinson&Ljungqvist (2001)].

¹⁷ Per ulteriori approfondimenti sulle molte motivazioni che possono spingere un emittente a scegliere quello specifico *underwriter* piuttosto di altri candidati si veda Draho (2004), in particolare il paragrafo 9.2.2. “*Selection Criteria*”.

¹⁸ Glossario finanziario di Borsa Italiana S.p.A, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

¹⁹ Valore di realizzazione desumibile da prezzi e quotazioni espressi su mercati attivi, stabili ed efficienti. In tale ipotesi possono sorgere difficoltà nel caso in cui non sia disponibile un mercato con le caratteristiche suddette e comunque si ottiene un'eccessiva volatilità ed instabilità del valore.

²⁰ Attraverso il metodo dei multipli la stima del valore di un’impresa avviene individuando, per un gruppo di imprese comparabili, una relazione tra prezzi e quantità contabili (utili, ricavi, patrimonio netto, ecc.) il cui valore medio si suppone applicabile all’impresa oggetto della valutazione. Il metodo dei multipli di mercato è basato sull’ipotesi che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell’impresa ed è finalizzato ad individuare la relazione che lega il prezzo con le variabili economiche aziendali.

²¹ <https://fchub.it/un-varo-difficile-per-fincantieri/>

²² Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”, 2020.

Gli ordini sono raccolti nel cosiddetto *order book* e, come precedentemente accennato, possono essere conferiti dagli investitori a diversi valori di prezzo. In altri termini, ciascun investitore fornisce alle banche collocatrici una curva di domanda individuale che viene aggregata in una curva di domanda collettiva²³. Il prezzo definitivo viene quindi fissato al livello che consente di vendere la quantità desiderata. Se dal *book building* ci si rende conto che la forchetta di prezzo definita nel prospetto informativo (con variabilità del 10-15%) è troppo ottimistica, e dunque non giungono sufficienti ordini per completare la sottoscrizione dell'offerta, l'offerente rivedrà al ribasso la forchetta. L'ultimo giorno prima dell'offerta viene fissato il prezzo finale al quale sarà venduta l'azione. L'azione sarà venduta a tutti coloro che hanno dato disponibilità a comprare le azioni a un prezzo massimo superiore al prezzo finale stabilito. Nel caso in cui la domanda ecceda il numero di azioni disponibili, queste vengono assegnate sulla base di un sorteggio.

Il *bookbuilding approach* non è l'unica modalità che porta alla fissazione del prezzo di offerta²⁴. Nel caso del *fixed price regime* il prezzo viene fissato ancor prima della raccolta degli ordini, in modo arbitrario. Per tale motivo non si incorre in alcuna criticità per quanto riguarda il *price discovery mechanism*, (le procedure che hanno portato alla determinazione di quel preciso valore): quello che in questa sede va considerata è unicamente il modo in cui le azioni vengono collocate, in particolare le modalità con cui la stessa viene condotta tra il pubblico di investitori interessati.

Si ha poi il metodo d'asta nel quale, una volta fissato un prezzo soglia minimo sotto il quale non è possibile scendere, gli investitori sono tenuti ad indicare la quantità di azioni che desiderano sottoscrivere ed il loro prezzo massimo. Successivamente, sulla base delle differenti offerte raccolte, verrà decretato l'effettivo prezzo finale tale da esaurire l'offerta disponibile [Draho (2004)]. Sotto determinati aspetti questo sistema ha degli elementi in comune con il *bookbuilding*: entrambe le procedure arrivano all'individuazione di un prezzo di emissione attraverso la rivelazione della domanda. Dall'altro lato hanno anche molti elementi di notevole difformità [Jenkinson&Ljungqvist (2001)]. In particolare, il metodo d'asta può avere luogo senza l'intervento di soggetti esterni ma sulla base di semplici sistemi informatici automatizzati che permettano l'incontro tra domanda e offerta, nel rispetto dei parametri di prezzo-quantità decretati. Contrariamente il *bookbuilding* fonda il suo funzionamento su una pluralità di soggetti, in particolare sul ruolo ricoperto dall'*underwriter*. Va inoltre sottolineato che tale processo apre la strada ad una possibilità di reperimento continuativo di capitale: un'impresa in difficoltà potrà infatti rivolgersi al mercato dei capitali anche in un secondo momento, attraverso le *seasoned equity offering* (SEO) o emissioni "secondarie". Con il termine "*seasoned equity offering*" ci si

²³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html>

²⁴ Va tuttavia specificato che in talune realtà nazionali si assiste sempre più frequentemente all'implementazione di meccanismi ibridi. Sul punto si veda Derrien & Womack (2003), Draho (2004), Sherman (2005).

riferisce a qualsiasi emissione di azioni che segue l'offerta pubblica iniziale (IPO) di una società sul mercato azionario²⁵.

1.2.1 La fase di post-quotazione: opzioni e clausole dell'offerta

La banca *underwriter* non ha il solo ruolo di guidare l'azienda nelle fasi del processo descritto in precedenza, ma anche quello di sottoscrivere in prima persona le azioni oggetto dell'offerta, assumendosi quindi il rischio del mancato collocamento: laddove l'offerta non venga gestita in modo corretto, le azioni non collocate rimarranno alla banca *underwriter*. Tuttavia, nel caso in cui l'IPO sia percepita come particolarmente rischiosa, la banca potrebbe limitare la propria responsabilità attraverso due particolari clausole²⁶.

Secondo la clausola *All or None*, affinché l'IPO possa essere completata, i sottoscrittori dovranno riuscire a vendere per intero le azioni oggetto di emissione. Se non tutte le azioni vengono vendute entro un determinato periodo di tempo, l'offerta viene ritirata e il denaro degli investitori rimborsato (la società non ottiene così alcun finanziamento). Così facendo, il sottoscrittore non si assume alcuna responsabilità per un'offerta annullata.

Si parla invece di *Best Effort* con riferimento alla clausola secondo cui i sottoscrittori non si impegnano a vendere per intero l'emissione, ma promettono unicamente di trattarla sulla base del "miglior risultato".

Generalmente il sottoscrittore (la banca di investimento o il consorzio) e la società emittente concordano un importo minimo di vendite che deve essere raggiunto e, una volta superata tale soglia, il sottoscrittore non risponde più dei titoli invenduti. Anche in questo caso quindi la banca *underwriter* non incorrerà nel rischio di non essere in grado di vendere l'intera emissione. Tuttavia, in questo caso i sottoscrittori vengono solitamente pagati con una tariffa fissa, senza commissioni: se il sottoscrittore non è in grado di soddisfare la quota di vendita prefissata, rinuncia automaticamente alla commissione pagata dall'emittente.

In genere la banca di investimento che ha affiancato l'impresa nel ruolo di *lead underwriter* nella fase emissione, assiste quest'ultima anche durante il *trading* nel mercato: una volta infatti che le azioni sono state prezzate ed allocate, consuetudine vuole che di lì a pochi giorni inizi la fase di *trading* vero e proprio nei listini ufficiali. In particolare l'intermediario può svolgere l'importante funzione di stabilizzazione del prezzo azionario nel cosiddetto *aftermarket*.

Uno strumento utile a stabilizzare le quotazioni del titolo a seguito di un'IPO è la c.d. *Greenshoe Option* (nota anche come *over-allotment option*)²⁷. Si tratta di un'opzione che consente alla società emittente di rispondere

²⁵ Zvi Bodie and Alex Kane and Alan Marcus, "essentials of Investments", 2018.

²⁶ Per le definizioni successive, Glossario Finanziario di Borsa Italiana S.p.A., www.borsaitaliana.it.

²⁷ Il nome deriva dall'IPO della *Green Shoe Manufacturing Company* avvenuta nel 1963 e che, per la prima volta in assoluto, utilizzò questo meccanismo.

adeguatamente alla domanda di titoli, aumentando le dimensioni dell'offerta²⁸. L'opzione viene generalmente concessa dagli azionisti esistenti, disposti ad incrementare il numero delle azioni poste in vendita e, di conseguenza, a modificare la struttura azionaria della società stessa. Meno frequentemente i titoli oggetto della *greenshoe* derivano da un apposito aumento di capitale, realizzato nel caso in cui l'opzione venga esercitata. L'opzione viene in genere associata al meccanismo dell'*over-allotment*: la banca *underwriter*, incaricata della stabilizzazione del prezzo del titolo, assume una posizione corta (*short position*) sul mercato vendendo allo scoperto un determinato numero di titoli (generalmente pari all'importo della *greenshoe* stessa). Per coprire tale posizione la banca ottiene l'opzione di acquistare dall'emittente entro una certa data (di norma la *greenshoe option* scade 30 giorni dopo l'ammissione alla quotazione dei titoli sul mercato) un certo ammontare di azioni ad un prezzo pari a quello di collocamento. L'opzione viene quindi esercitata nel momento in cui la domanda di titoli in tale periodo è superiore all'offerta e, di conseguenza, il prezzo del titolo tende a crescere al di sopra del prezzo di sottoscrizione. Se invece nei primi giorni di quotazione il prezzo dovesse scendere, l'*underwriter* non eserciterà l'opzione e i titoli necessari a chiudere la propria posizione corta potranno essere acquistati direttamente sul mercato. In tal modo, la banca sostiene il prezzo delle azioni arrestando, o almeno rallentando, il suo declino per applicazione dell'elementare meccanismo che guida l'andamento della domanda e dell'offerta [Lombardo (2011)]. L'opzione risulta quindi funzionale ad un adeguato svolgimento dell'offerta. Dato l'elevato valore segnaletico fornito al mercato, la presenza dell'opzione e del suo possibile utilizzo deve essere obbligatoriamente riportata nel prospetto informativo dell'offerta.

Per evitare un'eccessiva fluttuazione nel valore del titolo appena quotato, l'impresa può altrimenti servirsi della clausola di *Lock-up* (anche detta clausola di *lock-in*), che sancisce da un lato l'impegno della società emittente a non emettere nuove azioni e dall'altro l'impegno di alcuni azionisti a non cedere, in tutto o in parte, le azioni detenute per un dato periodo successivo alla conclusione dell'offerta (*lock-up period*). La clausola rappresenta quindi una sorta di garanzia che il mercato richiede agli azionisti di maggioranza e al top management della società e, allo stesso tempo, una tutela nei confronti dei sottoscrittori poiché impedisce che l'immissione nuovi titoli su mercato possa creare ripercussioni negative sull'andamento dei titoli stessi. I *lock-up period* di solito durano tra i 90 e i 180 giorni. Al termine del periodo di blocco, la maggior parte delle restrizioni vengono rimosse e le azioni possono essere liberamente negoziate dai possessori con altri potenziali acquirenti.

Il *lock-up* è generalmente un accordo volontario, ma diventa obbligatorio nel caso in cui la società emittente svolga la propria attività da meno di 3 esercizi e faccia domanda di ammissione a quotazione sul mercato MTA. In questo caso gli azionisti che hanno acquisito i titoli nei 12 mesi precedenti la data della presentazione della

²⁸ Fuller, B.R., Janjigian, V., 1987. "The Over-allotment option and Equity Financing Flotation Costs: an Empirical Investigation In *Financial Management*", 16(2), 24-32.

domanda, si impegneranno per un anno dalla quotazione nei confronti della Borsa Italiana a non compiere operazioni aventi ad oggetto l'80% delle azioni ordinarie possedute alla data di inizio delle negoziazioni²⁹. Anche in questo caso, come per la *greenshoe option*, il prospetto informativo dovrà menzionare chiaramente la presenza della clausola.

1.3 I costi di una nuova emissione di titoli

Molte aziende intraprendono il processo di quotazione in borsa concentrando l'attenzione unicamente sui benefici discussi in precedenza, senza comprendere appieno i costi ad esso associati. Questi possono differire in modo significativo sia per portata che per entità e dipendono da un numero elevato di variabili quali la dimensione e il grado di complessità dell'offerta. Prima di lanciare una IPO, le aziende devono quindi analizzare accuratamente i costi del processo e quelli per costruire e mantenere un'infrastruttura aziendale pubblica.

I costi di una nuova emissione di titoli vengono sostenuti sia al momento della quotazione sia in via continuativa negli anni³⁰. Una prima classificazione viene formulata da Ritter (1998) che distingue i costi diretti da quelli indiretti, ai quali si aggiungono i costi impliciti (*underpricing*).

Rientrano nei costi diretti tutti quei costi relativi alle consulenze strategiche e legali fornite dai consulenti, alla certificazione dei bilanci, alle pratiche amministrative e alla predisposizione dei documenti richiesti dagli enti regolatori. Si tratta quindi di tutte quelle spese che la società sostiene per portare avanti le fasi preliminari e propedeutiche che caratterizzano il processo di quotazione, nonché la quotazione stessa. Quando questa comporta un collocamento di titoli sul mercato, va considerato anche il compenso per l'intermediario che garantisce l'offerta, nella forma di uno spread che un *gross spread* che si aggira attorno ad un valore pressoché stabile del 7% sull'ammontare finale dell'IPO [Lombardo (2011)]. La banca *underwriter* può cioè sottoscrivere le azioni a sconto rispetto al prezzo di offerta proposto agli investitori. Infine, la società di gestione del mercato richiede una tassa sia al momento dell'ingresso nel listino, sia negli anni a seguire. Nel primo caso il costo è fisso, nel secondo è proporzionale al volume degli scambi.

Rientrano invece nella categoria dei costi indiretti tutti quelli derivanti dal nuovo status di società quotata. A seguito della quotazione sorge innanzitutto la necessità di istituire all'interno della società un servizio di *investor relations*, con lo scopo di fornire al mercato e alla comunità finanziaria un'informazione dettagliata e continua. Per mantenere relazioni trasparenti e stabili con gli investitori la società dovrà quindi divulgare un

²⁹ G. Forestieri, "Corporate & investment banking", 2015.

³⁰ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", 2020.

flusso ininterrotto di documenti, come bilanci annuali e semestrali, ma anche comunicazioni ufficiali e documenti che devono essere sempre a disposizione dei soci. Il tutto comporta il sorgere di costi organizzativi, costi legati al personale e di mantenimento (come ad esempio pubblicazione e archiviazione).

La trasparenza richiesta nelle relazioni con gli investitori implica a sua volta che informazioni relative al core business, ai clienti e ai fornitori vengano rese pubbliche. Queste informazioni sono solitamente contenute in relazioni annuali o informazioni integrative, che descrivono dettagliatamente l'operatività dell'azienda e i rischi da affrontare. Questo può portare al sorgere di nuove voci di costo derivanti da una possibile perdita del vantaggio competitivo: i competitor avranno accesso più facilmente a dati e pratiche in precedenza sconosciute. Inoltre, gli investitori che acquistano titoli di società quotate non sono solitamente interessati al successo a lungo termine della società, bensì al ritorno sull'investimento che la società può generare nel breve e medio termine. Ciò potrebbe impedire la realizzazione di investimenti che potrebbero garantire unicamente rendimenti a lungo termine (ad esempio in attività di ricerca e sviluppo), perché significherebbe una riduzione immediata degli utili di bilancio e, di conseguenza, dei dividendi distribuiti. Pertanto, potrebbe esserci l'idea di rinunciare a investimenti auspicabili dal punto di vista dei ritorni economici, il che indebolirà la competitività a lungo termine dell'azienda.

Spesso i manager si irritano di fronte alle richieste di aumenti dei profitti da parte degli azionisti e mal sopportano la burocrazia legata alla gestione di una società quotata. Negli Stati Uniti, tali insofferenze sono diventate più acute a seguito dell'entrata in vigore del Sarbanes-Oxley Act (SOX), con il quale si è cercato di evitare il ripetersi degli scandali che hanno portato al crollo di WorldCom ed Enron. Una delle conseguenze del SOX è stata proprio l'aumento degli oneri relativi alla rendicontazione, soprattutto per le imprese di modiche dimensioni, e un'apparente maggiore disponibilità a rimanere private. Operare come privati potrebbe risultare complicato se significasse interrompere l'accesso ai finanziamenti. Tuttavia, negli ultimi anni le istituzioni finanziarie sono diventate più disponibili a fornire capitale proprio all'imprese private. Ad esempio, nel 2007 Airbnb ha raccolto 1 miliardo di dollari di private equity in un nuovo round di finanziamenti.

Per alcuni anni, il numero di società statunitensi che ha deciso di quotarsi è di fatti diminuito e sempre di più nuove imprese in crescita hanno scelto rimanere private o, comunque, di posticipare la loro quotazione³¹.

Tuttavia, non tutti concordano sul fatto che il SOX sia responsabile del calo del numero di IPO. Per esempio, Gao, Ritter e Zhu (2013) sottolineano che la diminuzione del numero di società che si quotano è ristretto alle quelle imprese di minori dimensioni e finanziate dal *venture capital*. Sostengono inoltre che sta diventando più difficile per tali imprese operare nei mercati in rapida evoluzione come quelli di oggi, e quindi, piuttosto che quotarsi, abbia più senso che queste imprese siano vendute ad altre più grandi.

³¹ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, "Principi di finanza aziendale", 2020.

In ogni caso, questo trend ha comportato ricadute negative soprattutto per i piccoli risparmiatori: negli Stati Uniti, ad esempio, le azioni delle società private possono essere vendute solo a investitori accreditati³² (a meno che gli investitori non soddisfino specifici requisiti come investitori non accreditati). Tali restrizioni cercano di proteggere gli investitori che potrebbero aver bisogno di vendere i loro titoli per motivi finanziari. Se da un lato le società pubbliche (soprattutto quelle più grandi) possono essere facilmente acquistate e vendute in borsa, e dunque possono essere considerate particolarmente liquide, lo stesso non si può dire delle società private: le azioni di società private non negoziano su mercati secondari come una borsa valori e questo riduce notevolmente la loro liquidità e presumibilmente riduce i prezzi che gli investitori pagheranno per loro³³. Inoltre, come sottolineato in precedenza, le società private non sono tenute a fornire alcuna informazione al pubblico, quindi potrebbe essere estremamente difficile determinare la loro solidità finanziaria, le vendite storiche e l'andamento dei profitti.

In risposta a tali preoccupazioni il Congresso ha emanato il Jumpstart Our Business Startups (JOBS) act, in vigore dal 2012, che ha avuto un ruolo centrale nella semplificazione normativa rivolta alle imprese di minori dimensioni³⁴.

1.3.1 I costi impliciti: l'*underpricing*

L'*underpricing* è un fenomeno che ha interessato molti economisti nel corso degli anni, sin dalla sua prima manifestazione (testimoniata da Ibbotson e Jaffe nel 1975) e consiste nella sistematica sottovalutazione del prezzo delle azioni nell'ambito di un'offerta pubblica.

Per determinare la presenza di *underpricing* è sufficiente guardare al rendimento del titolo alla chiusura del primo giorno di quotazione: se nel primo giorno si osserva un rendimento positivo e, di conseguenza, il prezzo del titolo risulta più alto del prezzo di offerta, si è di fronte ad *underpricing*. Se nulla è cambiato in termini di informazioni disponibili sul titolo stesso, un rendimento positivo nel primo giorno di contrattazioni implica che il titolo sia stato collocato sul mercato ad un prezzo troppo basso rispetto a quello cui sarebbe dovuto essere collocato e, quindi, rispetto al valore riconosciuto dagli investitori. A volte la domanda viene enormemente sottostimata: quando il prospetto per l'IPO di eBay fu pubblicato, gli *underwriter* dissero che l'impresa avrebbe

³² Negli Stati Uniti, la definizione di investitore accreditato è proposta dalla SEC nella regola 501 del regolamento D: un investitore accreditato è un individuo che ha un patrimonio netto superiore a 1 milione di dollari, escluso il valore della sua residenza principale. Oppure, può qualificarsi se ha un reddito annuale nei due anni precedenti superiore a \$ 200.000 o, se sposato, \$ 300.000 di reddito coniugale combinato e prevede di mantenere quel livello per l'anno successivo. Anche un amministratore, un dirigente o un socio accomandatario della società che emette i titoli è considerato un investitore accreditato.

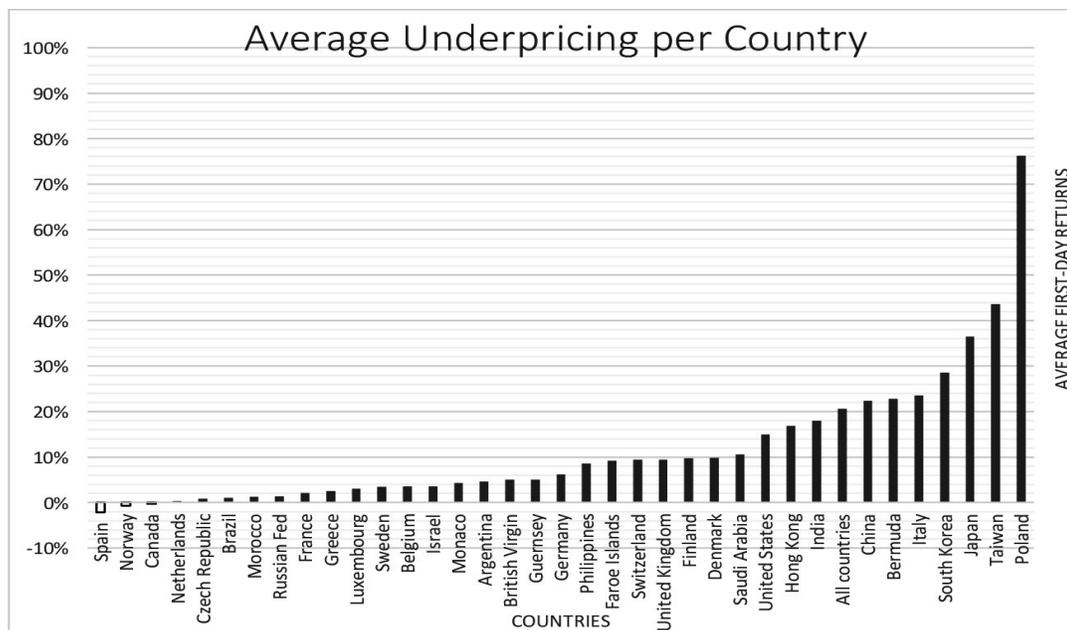
³³ Zvi Bodie and Alex Kane and Alan Marcus, "*essentials of Investments*", 2018.

³⁴ *Ibid.*

venduto 35 milioni di azioni a un prezzo compreso tra \$14 e \$16 l'una. L'entusiasmo per l'asta tramite web di eBay fu tale da far loro aumentare il prezzo a \$18. Il mattino successivo, i *dealer* inondarono il mercato con ordini di acquisto. Furono negoziate più di 4,5 milioni di azioni e il prezzo alla fine della giornata arrivò a \$18³⁵. Dunque, poiché in presenza di *underpricing* il prezzo di emissione risulta inferiore al valore effettivo delle azioni offerte al pubblico, i risparmiatori che le hanno acquistate hanno fatto un affare a spese degli azionisti e della società emittente (“*money left on the table*”). Possiamo allora affermare che si tratta di un fenomeno tanto positivo per chi sottoscrive l'azione in sede di offerta, quanto negativo per chi invece quell'azione l'ha effettivamente venduta o emessa. L'impresa quotata avrebbe infatti potuto emettere meno azioni, con una minore diluizione della proprietà, pur ottenendo la stessa quantità di capitale. I costi che derivano dalla sottovalutazione dei titoli sono nascosti, ma nondimeno reali: nelle offerte pubbliche iniziali eccedono gli altri costi di emissione.

La figura n.3 presenta i rendimenti del primo giorno di 36 paesi inclusi nello studio. Questo contiene 2028 IPO del periodo 2009-2018. I rendimenti del primo giorno vengono visualizzati sull'asse Y, mentre i paesi sono presentati sull'asse X. Dal grafico si può evincere come, a prescindere dalle dimensioni dell'*underpricing*, i rendimenti medi iniziali ottenuti dalle sottoscrizioni in IPO sono quasi sempre positivi.

Figura n.3: *Average underpricing per Country.*



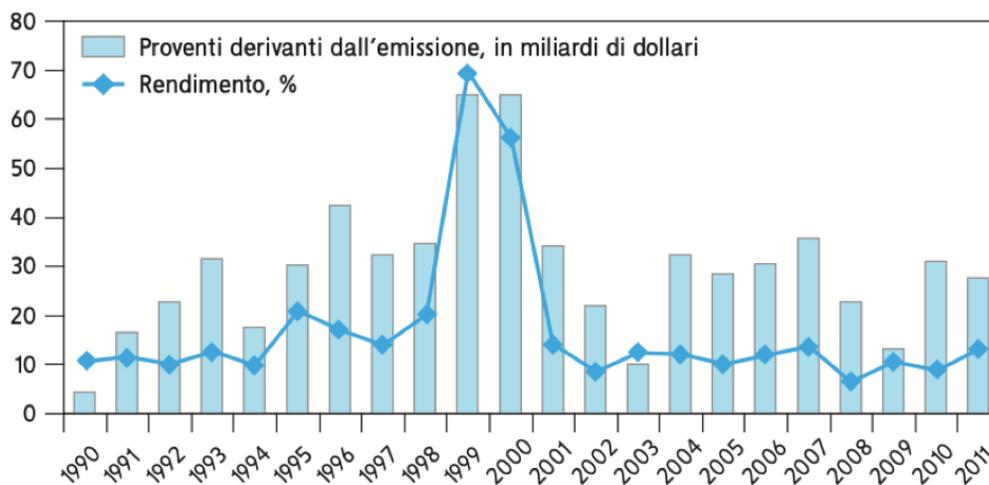
Fonte: Lai, Hugo and R. Xing. “*What explains IPO underpricing across countries? The Influence of Country Characteristics on the IPO Underpricing Anomaly.*”, 2018.

³⁵ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”, 2020.

Nella figura n.4 invece viene rappresentato uno studio condotto su circa 13000 IPO statunitensi realizzate tra il 1960 e il 2017, in cui è stato rilevato un *underpricing* medio pari al 16.8%³⁶.

Si può inoltre osservare come, in concomitanza con il culmine del boom dei titoli “dotcom” (1999), le nuove emissioni azionarie raccolsero circa \$ 65 miliardi e il rendimento medio durante il primo giorno di contrattazione fu pari al 70%. Quell’anno, l’ammontare di denaro non raccolto in sede di collocamento per effetto dell’*underpricing* fu pari a quasi \$ 37 miliardi. Dalle analisi empiriche è emerso come sussista una certa ciclicità sia dal punto di vista della grandezza delle offerte sia da quello degli extra-rendimenti registrati [Fabrizio & Samà (2001)]. Si assiste pertanto a periodi durante i quali non solo si verificano un maggior numero di IPO, ma queste sono anche caratterizzate da un livello di *underpricing* superiore se confrontato con i valori medi [Ibbotson & Jaffe (1975)]. Tale fenomeno viene chiamato “*Hot-Cold Issues Market*” (a seconda che si assista a momenti di boom o di relativa calma con riferimento alle IPO, sia dal punto di vista numerico che di *underpricing*). Altri osservatori insistono sul fatto che una diminuzione del costo del capitale o un miglioramento delle prospettive economiche potrebbe far sì che progetti nuovi o precedentemente accantonati diventino improvvisamente redditizi. In questi ultimi casi, molti imprenditori sono desiderosi di raccogliere fondi da investire in questi progetti³⁷.

Figura n.4: Proventi da IPO negli Stati Uniti e rendimenti medi durante il primo giorno di contrattazioni, 1990-2017.



Fonte: Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen, Sandro Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”, 2020.

³⁶ Il dato è una media aritmetica dei rendimenti nel primo giorno di negoziazione disponibile al seguente link:

<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo.data/>.

³⁷ Per esempi inerenti a queste interpretazioni, si vedano Ljungqvist A.P., Nanda V. e Singh R., “*Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*”, in *Journal of Business*, n. 79, pp. 1667-1702, 2006; Pastor L. e Veronesi P., “*Rational IPO Waves*”, in *Journal of Finance*, n. 60, pp. 1713-1757, 2005.

Possiamo dunque concludere che l'*underpricing*, pur configurandosi come un costo per la società emittente e per gli azionisti esistenti sia un fenomeno relativamente consistente nel tempo e all'interno dei diversi mercati.

Teorie esplicative l'IPO *underpricing*

Una prima motivazione al perché le società emittenti offrano sistematicamente le azioni a un prezzo inferiore al loro valore di mercato è quella per cui sia nel loro stesso interesse. Questa è la tesi alla quale giunge il modello proposto da Allen e Faulhaber (1989), che si basa sull'ipotesi secondo cui le imprese sono in possesso di informazioni circa le caratteristiche dei loro progetti di investimento non accessibili agli investitori esterni. In questo contesto l'*underpricing* si configura come uno strumento utilizzato (assieme alla quota di azioni trattenute) dalle società con migliori prospettive di guadagno per segnalare la loro "qualità superiore". Collocare le azioni ad un prezzo inferiore può segnalare la qualità di un'impresa in quanto solo quelle "buone" sono in grado recuperare il costo dell'*underpricing* attraverso collocamenti successivi, a prezzi più favorevoli. Assunto fondamentale del modello è che l'asimmetria informativa non venga risolta nel momento in cui avviene il secondo collocamento, ma perdura fino alla sua liquidazione. Tuttavia, al momento del secondo collocamento, le imprese di elevata qualità verranno valutate dagli investitori come imprese "buone" con maggiore probabilità. Si tratta quindi di una formalizzazione della "*leave a good taste*" hypothesis precedentemente formulata da Ibboston (1975), secondo cui le IPO sono deliberatamente sottoprezzate, in modo da consentire successivi collocamenti a prezzi più favorevoli. Una delle implicazioni empiriche del modello è che, al momento della quotazione, le imprese che segnalano attraverso un elevato *underpricing* vendono solo una piccola parte delle azioni (collocando una quota ridotta di capitale), tornando in seguito sul mercato per vendere quote a prezzi più favorevoli.

Una seconda spiegazione del fenomeno si basa sulla relazione fra emittente e banca d'investimento.

Baron e Holmstrom (1980) mettono in luce il conflitto d'interesse presente fra *issuer* e *underwriter*: mentre il primo ha come obiettivo quello di massimizzare i ricavi derivanti dal collocamento (fissando un prezzo per le azioni offerte il più alto possibile), l'*underwriter* è incentivato a fissare un prezzo inferiore in modo da ridurre i costi e l'impegno in fase di marketing e distribuzione dei titoli. Tuttavia, Baron e Holmstrom (1980) evidenziano come tale problema di agenzia possa essere attenuato da un alto grado di concorrenza nel settore dell'*investment banking*. Inoltre, i due propongono una standardizzazione dei rapporti contrattuali tra i due soggetti coinvolti, basata su una struttura remunerativa che tiene in considerazione il prezzo al quale le azioni vengono collocate.

Il modello di Baron (1982) pone invece l'attenzione sulla predominanza informativa della banca *underwriter*: questa è infatti possesso di informazioni sulla domanda potenziale e sullo stato del mercato (dei collocamenti) non accessibili dall'emittente; inoltre, come ipotizzato da Baron e Holmstrom (1980), l'emittente non può osservare l'impegno dell'*underwriter* nell'attività di marketing e distribuzione dei titoli. In tale contesto di asimmetria informativa e *moral hazard*, Baron mostra come può risultare conveniente per l'emittente delegare la scelta del prezzo di offerta all'*underwriter*; tuttavia, affinché l'*underpricing* possa essere eliminato, la banca d'investimento dovrà ricevere un compenso per l'utilizzo delle informazioni sullo stato del mercato per fissare il prezzo d'offerta. L'incentivo necessario a risolvere il problema di *agency* fa inevitabilmente sì che il prezzo d'offerta ottimale sia diverso dalla soluzione di *first best* raggiungibile in assenza di asimmetria informativa. Gli stessi Loughran e Ritter (2004) rafforzarono quanto prima riportato, evidenziando come il legame contrattuale tra l'impresa emittente e l'*underwriter* rappresentasse in realtà una tipologia di accordo istituzionale con alcuni "*dark sides*": le condizioni presenti manifestavano infatti evidenti problemi di agenzia.

Anche il modello di Rock (1986) appartiene al filone delle asimmetrie informative. In questo caso però l'asimmetria non sussiste unicamente tra la società emittente e gli investitori, ma anche tra gli investitori stessi: si ipotizza l'esistenza di un gruppo di investitori le cui informazioni sono superiori a quelle dell'impresa e a quelle di tutti gli altri investitori.

Possiamo quindi fare una distinzione tra investitori informati e investitori non informati. L'investitore informato è a conoscenza del reale valore delle azioni e, quindi, parteciperà unicamente alle *underpriced IPO*, ovvero quelle in cui il prezzo di offerta è scontato rispetto al loro valore di mercato. L'investitore non informato invece, non essendo in grado di fare distinzioni, parteciperà anche alle *overpriced IPO*, il cui prezzo di offerta invece non è scontato. Quando l'investitore non informato partecipa alle *overpriced IPO* si verifica il tipico problema della "maledizione del vincitore" (*winner's curse*): il più alto offerente in un'asta è molto probabile che abbia sovrastimato il valore dell'oggetto e, a meno che i partecipanti dell'asta non ne tengano conto nel formulare le proprie offerte, l'acquirente in media finirà per pagare un prezzo troppo alto. Se i partecipanti all'asta sono consapevoli del pericolo, allora è probabile che rettificano corrispondentemente i prezzi dell'offerta verso il basso. Lo stesso problema si verifica quando si sottoscrive una nuova emissione azionaria. L'investitore meno informato non avrà alcuna difficoltà a ottenere le azioni emesse nel caso di *overpriced IPO*. Quando invece l'emissione è considerata attraente (*underpriced IPO*), le banche sottoscrittrici non avranno azioni sufficienti a soddisfare la domanda, e gli investitori non informati riceveranno meno azioni di quelle richieste o non ne riceveranno affatto. Questo implica che l'investitore non informato, laddove decidesse di partecipare a tutte le IPO, si ritroverebbe con una strategia di investimento che lo porterebbe inevitabilmente ad una perdita: sottoscriverà le *overpriced IPO* con una probabilità p pari a 1 (subendo una perdita derivante dal maggior prezzo) e le *underpriced IPO* con una probabilità p inferiore a 1.

Questo fenomeno ha un effetto sull'investitore disinformato, che una volta subita la perdita, non sarà più disposto a partecipare ad ulteriori IPO. L'autoselezione risulta infatti l'unico modo per evitare a priori la possibilità di registrare rendimenti negativi a seguito dell'investimento del proprio capitale in IPO sbagliate. Tuttavia, Rock (1986) riteneva che la presenza di investitori meno informati fosse numericamente fondamentale per il mercato delle IPO. Di per sé infatti la sola controparte *informed* non sarebbe stata in grado di soddisfare l'intera richiesta, in quanto la stessa si era dimostrata quantitativamente insufficiente.

Fu proprio a partire da questa constatazione che si inserì il concetto di *underpricing*, che viene descritto nel modello di Rock (1986) come lo strumento necessario per attirare contestualmente anche gli investitori non informati, conservando così la liquidità del mercato finanziario. Si voleva cioè garantire, attraverso questo strumento, un rendimento atteso dall'operazione non negativo.

Se il mercato fosse efficiente, gli investitori sarebbero disposti a comprare le azioni ad un prezzo pari al loro valore di mercato. Tuttavia, l'evidenza empirica dimostra che le imprese, per poter effettuare l'operazione con successo (collocando quindi la totalità delle azioni emesse), debbano offrire le azioni a sconto rispetto al loro reale valore di mercato.

2. Dual-class Share Structure

2.1 Definizione e motivazioni sottostanti

In assenza di una definizione legislativa univoca, l'espressione *dual-class* viene tipicamente utilizzata per indicare una struttura azionaria qualitativamente non uniforme poiché composta da due o più "classi" di azioni che, pur rappresentando una stessa quota di proprietà della società emittente, attribuiscono diritti di voto differenti. Il termine "*dual-class*" non indica necessariamente l'esistenza di una categoria di azioni a voto unitario (*voting*) e una a voto plurimo (*multiple voting*), ma può anche riferirsi all'emissione di azioni a voto unitario e di azioni senza voto (*non-voting*). Quel che rileva è il fatto che, a parità di capitale rappresentato, le azioni di una categoria attribuiscono un diritto di voto superiore rispetto alle azioni dell'altra.

Spesso le società che intendono quotarsi per la prima volta sfruttano questa possibilità per raccogliere capitale senza cederne il controllo: mentre al pubblico vengono offerte azioni ordinarie con, ad esempio, un solo voto per azione, una *dual-class share structure* consente agli azionisti esistenti (normalmente ai fondatori e al *top management*) di detenere azioni ordinarie³⁸ con più voti per azione³⁹. Così facendo, questi sarebbero in grado di mantenere il controllo della società anche se la loro partecipazione economica dovesse diminuire (si ha cioè una separazione tra proprietà economica e controllo). Un rapido esempio può facilitarne la comprensione:

ipotizziamo una società con struttura azionaria a doppia classe in cui il fondatore ottiene quattro voti per ciascuno degli altri azionisti. Pur in presenza di un milione di azioni con quattro voti controllate dal fondatore e quattro milioni di azioni con un voto controllate da altri azionisti, il fondatore può ancora controllare tutte le decisioni in azienda (ha il 50% dei voti), assumendosi solo il 20% del rischio economico.

Un'ulteriore immediato vantaggio derivante dall'adozione di una *dual-class stock structure* è quello di fornire un maggiore accesso agli investitori. La Berkshire Hathaway di Warren Buffett ne è l'esempio più noto: storicamente, le azioni di Classe A (BRK.A) della società sono state scambiate a un prezzo così alto che la maggior parte degli investitori non potevano permettersi di acquistarle. Emettendo azioni di Classe B (BRK.B) a

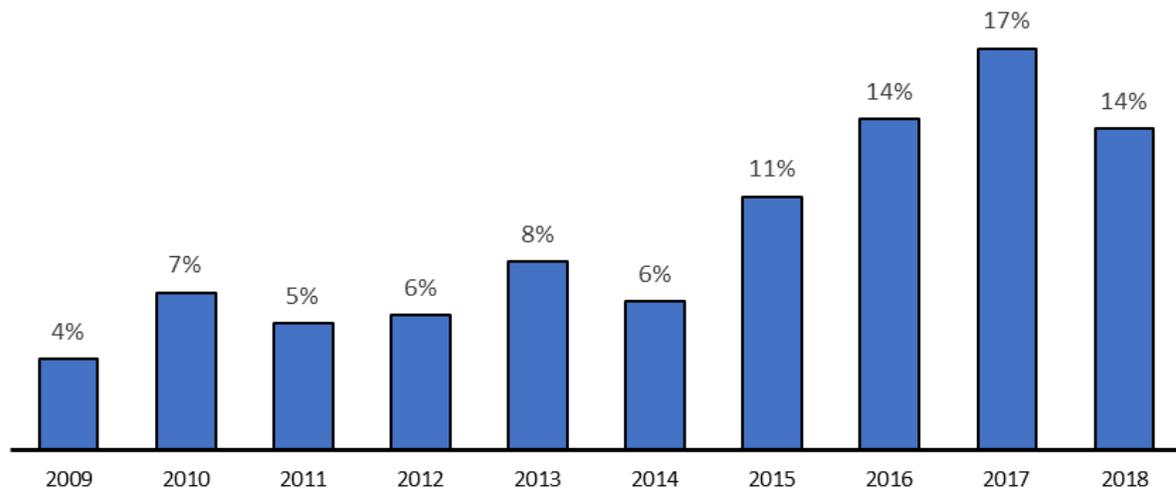
³⁸ L'azione ordinaria (*common stock*) rappresenta l'unità minima di partecipazione al capitale di una società. I detentori di azioni ordinarie godono di diritto di voto pieno, ossia in tutte le assemblee ordinarie straordinarie, e quindi hanno la possibilità di partecipare a tutte le decisioni che legge e statuto riservano ai soci (nomina del management, approvazione bilancio, emissione nuove azioni ecc.). Per quanto riguarda i diritti patrimoniali, la remunerazione delle azioni ordinarie è incerta in quanto dipende dal risultato economico della gestione: la distribuzione dei dividendi è incerta e il rimborso del capitale è subordinato alla remunerazione delle altre categorie di azioni. Gli azionisti ordinari ricevono dividendi solo quando la società decide di procedere alla relativa distribuzione. Inoltre, gli azionisti ordinari subiscono la riduzione anche la luna mento del loro valore in caso di perdite della società.

³⁹ J. Seligman, "*Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*", 1986.

una frazione del prezzo delle azioni A, e successivamente effettuando un frazionamento azionario⁴⁰ di 50 a 1, le azioni Berkshire sono diventate molto più accessibili agli investitori *retail*⁴¹.

Dall'evidenza empirica emerge che la percentuale di società che hanno adottato una struttura azionaria di tipo *dual-class* è aumentata di circa un punto percentuale nell'ultimo decennio. Il relativo aumento diventa evidente quando si osservano le strutture patrimoniali delle recenti IPO, per cui una percentuale crescente di società di nuova quotazione adotta una struttura azionaria a doppia classe:

Figura n.5: *Percentage of IPO companies with differential voting rights by IPO year.*



Fonte: ISS Analytics.

Nel settembre 2014 Alibaba Group Holding Ltd. (di seguito Alibaba), la società di *e-commerce* cinese, si è quotata con una delle più grandi offerte pubbliche iniziali (IPO) nella storia del mercato azionario⁴² e dalla stessa è emerso che la società ha adottato una struttura azionaria di tipo *dual-class*⁴³. Sia il National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System (NASDAQ) che il New York Stock Exchange (NYSE) acconsentono alla quotazione di società che presentano una *dual-class share structure*⁴⁴. Non tutte le borse

⁴⁰ Il frazionamento azionario (o *stock split*) consiste nel frazionamento del capitale sociale con la conseguente sostituzione da parte dell'impresa delle proprie azioni con altre di valore nominale inferiore, senza aumento di capitale.

⁴¹ <https://www.investopedia.com/ask/answers/021615/what-difference-between-berkshire-hathaways-class-and-class-b-shares.asp>

⁴² Telis Demos, Rolfe Winkler and Matt Jarzemsky, Alibaba Targets \$155 Billion Value in IPO, Wall St. J. (Sept. 5, 2014), <http://online.wsj.com/articles/alibaba-to-set-ipo-price-range-at-60-66-a-share-1409946492?KEYWORDS=alibaba>

⁴³ Si veda Alibaba Group Holding Ltd., Registration Statement (Form F-1) (May 6, 2014), <http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001577552&owner=include&count=40>.

⁴⁴ J. Seligman, "Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy", 1986.

consentono però questo tipo di deviazione dal principio "un'azione, un voto". Ad esempio, la Borsa di Hong Kong (HKEX), nelle sue regole di quotazione afferma:

“The share capital of a new applicant must not include shares of which the proposed voting power does not bear a reasonable relationship to the equity interest of such shares when fully paid (“B Shares”). The Exchange will not be prepared to list any new B Shares issued by a listed issuer nor to allow any new B Shares to be issued by a listed issuer (whether or not listing for such shares is to be sought on the Exchange or any other stock exchange) except: (1) in exceptional circumstances agreed with the Exchange. . .”⁴⁵

Finora, l’HKEX ha negato l'uso dell'eccezione "*exceptional circumstances*" a tutti i richiedenti⁴⁶, inclusa Alibaba. Di contro, Alibaba ha più volte confermato la sua determinazione a mantenere l'attuale struttura azionaria e, dopo aver ricevuto la conferma dal NYSE che la *dual-class share structure* non sarebbe stata un ostacolo per una quotazione negli Stati Uniti, ha scelto il NYSE per la sua⁴⁷.

Un'altra recente indagine empirica condotta dall’Investor Responsibility Research Center Institute (IRRC) ha registrato un incremento del numero degli emittenti controllati da un azionista attraverso una *multiclass capital structure*. Il numero degli emittenti a proprietà concentrata appartenenti all’indice S&P 1500 Composite⁴⁸ è aumentato del 31%, passando da 87 nel 2002 a 114 nel 2012. Di questi ultimi, 79 presentano due o più categorie di azioni, mentre i restanti 35 hanno una sola categoria azionaria e sono controllati da un socio che detiene almeno il 30% del capitale.

⁴⁵ Hong Kong Stock Exchange Main Board Listing Rule 8.11.

⁴⁶ David Graham, Chief Regulatory Officer and Head of Listing of HKEX, “*Weighted Voting Rights Concept Paper*”, 2014.

⁴⁷ Leslie Picker and Sam Mamudi, “*Alibaba Picks New York Stock Exchange for IPO*”. Bloomberg, 2014.

⁴⁸ L’indice S&P Composite 1500 comprende tre indici principali, S&P 500, S&P MidCap 400 e S&P SmallCap 600, che coprono complessivamente il 90% della capitalizzazione di mercato.

2.2 Vantaggi e tesi a favore

Oltre ad Alibaba, diverse società high-tech (Google⁴⁹, Facebook⁵⁰, Groupon⁵¹, LinkedIn⁵² ecc.) sono diventate pubbliche con una struttura azionaria di questo tipo. La *dual-class share structure* è popolare per un motivo, e il seguente paragrafo si propone di descrivere in che modo avvantaggia queste società.

2.2.1 Le ricapitalizzazioni *dual-class*

Per il management nel suo complesso il vantaggio è evidente: possedendo azioni che danno diritto un maggior numero di voti, anche qualora un aumento di capitale dovesse diluirne la quota proprietaria, i manager non temerebbero alcuna riduzione del loro controllo sulla società.

Gli azionisti di minoranza (“*non-controlling shareholders*”) sono a loro volta protetti da acquisizioni ostili e dal commettere errori nell'attività o nella gestione quotidiana della società [Gilson (1987)].

Il controllo che la *dual-class share structure* pone nelle mani del management rende infatti difficile, se non impossibile, l'acquisizione dell'azienda da parte di offerenti “ostili”. Se però tali strutture azionarie vengono anche utilizzate come tecniche di difesa contro scalate ostili, è probabile che i cambiamenti nella ricchezza degli azionisti all'annuncio di questi piani risultino simili a quelli associati ad altre tattiche difensive⁵³. Al riguardo, dall'analisi condotta da Jarren e Poulsen (1987) è emerso che gli annunci di misure difensive nei confronti delle operazioni di *take-over* coincidono in molti casi con cambiamenti negativi nella ricchezza degli azionisti, nell'intervallo che va dall'1% al 3%. Tuttavia, Jensen e Ruback (1983) forniscono prove del fatto che le tattiche difensive che consentono alle direzioni di negoziare con offerenti ostili possono effettivamente aumentare i premi pagati nelle offerte riuscite.

In tale contesto, Partch (1987) e Cornett e Vetsuypens (1990) offrono un'ipotesi sul motivo per cui le ricapitalizzazioni *dual-class* possono avere un impatto positivo sulla ricchezza degli azionisti, nonostante una potenziale perdita di premi pagati in una competizione per il controllo. Per la maggior parte, le imprese che

⁴⁹ Google Inc., Registration Statement (Form S-1) (Apr. 29, 2004), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>.

⁵⁰ Facebook, Inc., Registration Statement (Form S-1) (Feb. 1, 2012), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm>

⁵¹ Groupon, Inc., Registration Statement (Form S-1) (June 2, 2011), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1490281/000104746911005613/a2203913zs-1.htm>

⁵² LinkedIn Corporation, Registration Statement (Form S-1) (Nov. 3, 2011), <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1490281/000104746911005613/a2203913zs-1.htm>

⁵³ Le strategie di difesa dalle acquisizioni ostili (in inglese anti-takeover measures o shark repellents) sono utilizzati da una società target dell'acquisto per difendersi dall'acquisizione ostile da parte di una società ostile, siccome c'è una differenza tra acquisizioni ostili e amichevoli/consensuali (hostile takeover vs friendly takeover).

ricapitalizzano sono tipicamente quelle con un elevato potenziale di crescita e/o imprese con un'elevata *insider ownership*⁵⁴ e, come è stato più volte accennato, l'emissione di una seconda classe di azioni ordinarie offre al management flessibilità nella struttura del capitale dell'impresa senza una relativa perdita del controllo. Allora, se per timore di vedere ridotto il proprio controllo, il management non potesse raccogliere capitali con una seconda classe di azioni, potrebbe non cogliere opportunità di investimento redditizie (a discapito degli azionisti). Dunque, questi rendimenti non sono che la materializzazione delle aspettative di crescita che in principio avevano indotto gli amministratori a decidere per una ricapitalizzazione, con l'obiettivo di reperire sul mercato risorse per finanziare l'atteso sviluppo. Inoltre, le imprese con una struttura azionaria caratterizzata da più classi di azioni possono risultare imprese che traggono vantaggio principalmente da investimenti nel loro capitale umano. I manager che effettuano questi investimenti si aspettano di trarne vantaggio nel lungo periodo. Dunque, dare al management diritti di voto superiori, lo protegge dalla rimozione da parte di un nuovo team di gestione e aumenta i suoi incentivi a investire in capitale umano specifico dell'azienda.

Al riguardo, Lehn et al. (1990) dimostrano che le ricapitalizzazioni *dual-class* sono vantaggiose per gli azionisti evidenziando come le imprese ricapitalizzanti tendono ad essere imprese ad alta crescita, caratterizzate da bassi costi di agenzia e che successivamente emettono azioni più frequentemente rispetto ad altre aziende. Un altro studio condotto da Bauguess, Slovin e Sushka (2012) prende in esame l'andamento di 142 società tra il 1978 e il 1998 che avevano subito una ricapitalizzazione con la quale veniva introdotta una struttura con "*differential voting rights*", registrando una performance complessivamente superiore rispetto a quella di società *single-class* operanti nello stesso settore. Secondo gli autori, la capacità dell'azionista di maggioranza di diversificare i propri investimenti, pur mantenendo il controllo della società, incide in modo positivo sul processo decisionale, traducendosi in: disinvestimenti nei settori di interesse considerati marginali, consolidamento del *core business*, assunzione di investimenti maggiormente rischiosi ma anche più profittevoli. Quanto osservato evidenzia l'idoneità della *dual-class share structure* di risolvere alcune criticità derivanti dall'applicazione della regola "un'azione, un voto": tale regola limita la capacità dell'azionista di maggioranza di diversificare il proprio patrimonio personale, da cui ne deriva una ridotta capacità di disimpiego (e quindi di disponibilità liquide), che aumenta il rischio dell'investimento. In tale situazione, l'azionista di maggioranza, cercherà di ridurre il rischio individuale tramite la società. In altri termini, questi sarà indotto (o "indurrà" gli amministratori) ad ampliare il raggio di investimenti della società, al di fuori del *core business*, per evitare di subire perdite eccessive in un unico settore. Tuttavia, così facendo la società potrebbe rinunciare a iniziative volte al perseguimento dell'oggetto sociale perché considerate troppo rischiose, anche se potenzialmente più

⁵⁴ L'*insider ownership* si calcola come il numero totale di azioni possedute da *insider* diviso per il totale delle azioni in circolazione. Un elevato valore di *insider ownership* viene visto come un segnale del fatto che coloro che gestiscono la società lavoreranno duramente per assicurarne il successo o che comunque credono che il prezzo delle azioni dell'azienda aumenterà.

profittevoli. Diviene comprensibile perché le ricapitalizzazioni dello studio in oggetto siano state valutate positivamente: il minor rischio a livello personale sopportato dagli azionisti di controllo, grazie all'utilizzo della *dual-class share structure*, ha consentito di focalizzare gli investimenti delle società nel settore di riferimento, dismettendo interessi economici ulteriori.

2.1.2 La *dual-class share structure* quale difesa dallo *short-terminism*

Prendendo di nuovo come riferimento agli azionisti di minoranza, il secondo aspetto evidenziato da Gilson (1987) viene invece supportato dalle preoccupazioni sorte nei confronti del cosiddetto *short-terminism*, con cui ci si riferisce alla tendenza a focalizzare l'attenzione esclusivamente sui guadagni a breve termine, spesso a discapito del successo o della stabilità a lungo termine⁵⁵. Un tipico esempio è quello di un'azienda che, sotto la pressione di investitori attivisti, cerca di aumentare i guadagni nell'immediato tagliando attività di ricerca che sarebbero vantaggiose nel lungo termine. Questi costi di lungo termine sono dovuti sia agli interventi degli azionisti attivisti sia ai timori del management di tali interventi. Infatti, quando le circostanze facilitano la capacità degli azionisti di sostituire o influenzare il management, il timore di un intervento di tali azionisti produce pressione sugli amministratori per concentrarsi eccessivamente sul breve termine. Tra i dirigenti risulta allora desiderabile uno strumento di difesa nei confronti degli investitori attivisti, così da servire al meglio gli interessi a lungo termine delle società e dei loro azionisti. Una struttura azionaria di tipo *dual-class*, grazie al controllo posto nelle mani del management, permette di raggiungere facilmente questo obiettivo [Bebchuk (2013)].

La *dual-class share structure* è apprezzata soprattutto dalle società *high-tech*, perché contribuisce allo sviluppo di innovazioni che difficilmente generano benefici nel breve termine, ma che allo stesso tempo possono condurre a vite migliori futuro. In una lettera ai suoi azionisti, i fondatori di Google hanno dichiarato:

“outside pressures [...] often tempt companies to sacrifice long-term opportunities to meet quarterly market expectations”.

La lettera spiegava che Google "ha progettato una struttura aziendale che intende proteggere la capacità di innovazione dell'azienda"⁵⁶. In effetti, i Google Glass e le auto senza conducente sono buoni esempi di innovazioni privi di benefici di breve termine.

⁵⁵ Lucian A. Bebchuk, *“The Myth That Insulating Boards Serves Long-Term Value”*, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1638 (2013).

⁵⁶ Larry Page & Sergey Brin, *“Letter from the Founders”*. Wall St. J., 2004.

2.1.3 Le *dual-class IPO*

Bohmer et al. (1995) svolgono invece un'analisi su come la scelta di una struttura azionaria a doppia classe e la distribuzione del potere di voto influenzi le caratteristiche dell'offerta pubblica iniziale (IPO) e la performance dell'impresa a lungo termine. La metodologia adottata è stata quella di confrontare i risultati operativi e i rendimenti sul mercato azionario delle imprese con una *dual-class share structure*, con quelli di un campione di imprese comparabili che al momento della quotazione presentavano una singola classe di azioni. Tale approccio ha un vantaggio rispetto all'analisi di società già consolidate: in una *dual-class IPO* i proprietari progettano una struttura di *governance* per l'azienda prima di renderla pubblica, senza potenzialmente costringere alcun azionista a detenere azioni con voto inferiore [Ruback (1988)]. Dunque, nel campione preso in esame, tutti i potenziali effetti sulla ricchezza degli azionisti derivanti dalla nuova struttura di controllo si verificheranno prima dell'IPO e, al momento della quotazione, i titoli con diritti di voto inferiori riceveranno il loro valore equo di mercato⁵⁷. Va inoltre messo in evidenza che attualmente, ai fini della quotazione, le principali borse valori richiedono che tali strutture a doppia classe siano messe in atto proprio al momento dell'IPO. Quanto emerso è che le imprese aventi una *dual-class share structure* hanno sovraperformato sostanzialmente il campione di aziende comparabili con rischio simile e aventi una sola classe durante i tre anni successivi all'IPO, sia in termini di rendimenti azionari che di performance operativa. Inoltre, i rendimenti delle azioni a doppia classe non si sono rivelati significativamente inferiori a quelli di mercato: ciò contrasta con quanto postulato da Ritter (1991), ovvero una significativa sottoperformance di lungo periodo durante i tre anni successivi all'offerta per un campione imprese quotatesi con una singola classe di azioni. Dunque, sebbene il maggior controllo posto nelle mani del management possa ridurre i vincoli sul processo decisionale, i benefici sembrano superare i costi per quelle aziende che hanno scelto di quotarsi in borsa con due o più classi di azioni.

I risultati di Bohmer et al. (1995) risultano coerenti con le argomentazioni di Alchian e Demsetz (1972) o Fama e Jensen (1983), secondo cui i *firm-specific investments* richiedono una posizione di gestione "protetta". In particolare, secondo quanto riportato da Alchian e Demsetz (1972), i benefici di una *dual-class share structure* sorgono se la condivisione di informazioni sulla *performance* manageriale o sulle opportunità di investimento nei confronti di terzi comporta costi sostanziali. In questa situazione, gli *insider-manager* detengono diritti di voto superiori per evitare che azionisti (o amministratori) esterni, relativamente poco informati, sostituiscano

⁵⁷ Fu proprio sulla base di tali argomentazioni che Gilson (1987) si inserì nel dibattito politico dell'epoca, il quale verteva sulla proposta del New York Stock Exchange di porre fine al divieto di quotare titoli di società con più classi di azioni ordinarie. Egli definì il dibattito "eccessivo", perché abbracciava una situazione che, in realtà non, era affatto controversa: una *dual-class IPO*. I diritti di voto limitati di un titolo si riflettono infatti in un prezzo ridotto in modo che i proprietari della società (e non gli acquirenti), nel momento in cui diventa pubblica, ne sostengano il costo. Secondo Gilson (1987), gli azionisti non si lasceranno ingannare e non vi è motivo di aspettarsi che terze parti subiscano ripercussioni negative. Inoltre, sebbene una società che diventa pubblica con una classe di azioni con diritti di voto limitati sarà sostanzialmente al riparo dal "mercato del controllo aziendale", questo non si tratta di un cambiamento di stato: la società non era soggetta a tale mercato neanche prima che divenisse pubblica.

erroneamente il team di gestione in carica con un gruppo meno produttivo. Fama e Jensen (1983), concentrandosi sull'efficienza delle forme organizzative, sostengono che, quando solo pochi *insider* sono in possesso di una conoscenza specifica dell'impresa, la struttura di *governance* efficiente consolida il controllo e il potere decisionale nelle mani di questi individui.

2.3 Svantaggi e tesi contrarie

Sebbene la *dual-class share structure* abbia i suoi vantaggi, sembra essere malvista dagli investitori. Negli ultimi anni il Council of Institutional Investors (CII) ha più volte espresso al NYSE e al NASDAQ la richiesta di tornare al principio "un'azione, un voto"⁵⁸. In una delle lettere il CII ha manifestato la propria delusione nei confronti dal fatto che il NYSE abbia acconsentito alla quotazione di Alibaba dopo che, secondo quanto riferito, le era stata negata dall'HKEX: è stato fatto presente come, dal punto di vista degli investitori a lungo termine, alcuni obiettivi meritevoli come "rafforzare la responsabilità delle società quotate" e "consentire agli azionisti di monitorare più facilmente ed efficacemente le prestazioni degli amministratori" sono stati minati dall'IPO di Alibaba⁵⁹.

Quelle società che, come Alibaba, dispongono di una struttura azionaria di tipo *dual-class* presentano con maggiori probabilità concentrazioni di potere, svincolando i manager da controlli sulla loro condotta. Ai sensi dello statuto, il management di Alibaba (Alibaba Partnership) comprende attualmente 28 membri, sei dei quali appartenenti alle direzioni delle società collegate e affiliate⁶⁰. Alibaba Partnership ha il diritto esclusivo di nominare la maggioranza semplice del consiglio di amministrazione della società. Nella sua dichiarazione di registrazione, Alibaba ha anche affermato che si aspettava di entrare in un accordo di voto in base al quale sia SoftBank (che attualmente possiede il 34,1% delle azioni di Alibaba) che Yahoo (che attualmente possiede il 22,4% delle azioni di Alibaba) accetteranno di votare a favore delle nomine del direttore proposte da Alibaba Partnership, a ciascuna assemblea generale annuale degli azionisti⁶¹. Ciò significa che il fondatore di Alibaba Jack Ma e il co-fondatore e vicepresidente Joe Tsai, pur detenendo collettivamente il 13,4% delle azioni totali in circolazione, dispongono della maggioranza del potere di voto totale degli azionisti.

In una società quotata in cui ogni azione ha lo stesso potere di voto, la *corporate governance* prevede che gli azionisti eleggano il consiglio di amministrazione, che a sua volta seleziona i funzionari che gestiscono la

⁵⁸ Si guardi "Letter from CII to NYSE on One Share, One Vote", (Mar. 27, 2014),

http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf

⁵⁹ *Ibid.*

⁶⁰ Alibaba Registration Statement, pp. 14.

⁶¹ *Ibid.*, pp. 46.

società (ad esempio CEO e CFO) e, nei confronti di questi, svolge una funzione di monitoraggio [Wen (2014)]. Nel loro lavoro spesso citato, Berle e Means (1933) identificano questo fenomeno come "separazione di proprietà e controllo". Tuttavia, in quelle società con *una dual-class share structure* come Alibaba, il meccanismo per la supervisione del consiglio non funziona come dovrebbe perché è il CEO stesso (che si ipotizza essere il maggiore azionista) che effettivamente seleziona il consiglio. Agli amministratori sarà allora impedito di esercitare i propri doveri fiduciari, temendo che possano essere licenziati da una sola persona. Quando il *top management* e i maggiori azionisti coincidono, non è realistico aspettarsi che il consiglio di amministrazione prenda diligentemente decisioni vantaggiose per gli azionisti nel loro insieme [Wen (2014)]. Oltre alla mancanza di una supervisione tradizionale da parte del consiglio, le regole del NYSE "aiutano" Alibaba Partnership a esercitare il proprio potere ancora più liberamente: alle società con struttura azionaria a doppia classe che rientrano nella definizione di "società controllata"⁶² non è richiesto il rispetto delle regole 303A.01, 303A.04 e 303A.05 del NYSE. In particolare, la regola 303A.01 richiede che il consiglio di amministrazione delle società quotate sia composto per la maggioranza da amministratori indipendenti, la 303A.04 richiede che le società quotate abbiano comitati per le nomine e per il governo societario composti interamente da amministratori indipendenti e la regola 303A.05 richiede alle società quotate di disporre di un comitato per la remunerazione composto interamente da amministratori indipendenti⁶³. Almeno in teoria, gli amministratori indipendenti assicurano che i *corporate officer* non abusino della loro autorità o si sottraggano alle proprie responsabilità [Wen (2014)]. Pertanto, per le società a doppia classe qualificate come società controllate, gli azionisti mancano di un'altra garanzia contro la condotta del management.

Inoltre, quando i diritti di voto non sono proporzionali agli interessi economici degli azionisti, chi detiene il controllo può facilmente ottenere benefici privati imponendo costi sproporzionati alla più ampia base di azionisti. Si definiscono benefici privati del controllo le varie forme di utilità privata godute in maniera esclusiva dai soggetti economici che esercitano il controllo societario. In relazione alle diverse forme di controllo societario, a loro volta discendenti da specifici paradigmi istituzionali di *governance*, la letteratura accademica ha tradizionalmente affrontato il tema dei benefici privati del controllo distinguendo il fenomeno dei "*perquisites*" [Rajan e Wulf (2006)], ossia dei privilegi di cui godono i top manager in un contesto di "*managerial capitalism*" di origine anglosassone, da quello del cd. "*tunnelling*", definito come pratica espropriativa posta in essere dall'azionista di controllo ai danni degli azionisti di minoranza in un sistema di *governance* fondato su blocchi di controllo dominanti [Johnson et al. (1997)].

⁶² Secondo il manuale del NYSE, rientrano nella categoria di società controllata tutte quelle società quotate in cui più del 50% del potere di voto per l'elezione degli amministratori è detenuto da una persona fisica, un gruppo o un'altra società.

⁶³ Si guardi NYSE Listed Company Manual, § 303A.00 (2014).

Tuttavia, gli azionisti non sono gli unici ad essere colpiti in questo senso: quando queste strutture portano a una minore responsabilità del consiglio, la funzione di monitoraggio sarà trasferita a terzi (ad esempio tribunali, autorità di regolamentazione e il governo) e il pubblico sarà costretto a sostenere questi costi [Wen (2014)]. Ad esempio, la Reader's Digest Association (RDA) aveva una struttura a doppia classe controllata da due fondazioni filantropiche senza scopo di lucro create dai suoi fondatori. Tali organizzazioni no profit, mosse dalla necessità di finanziare i propri progetti, spinsero RDA a emettere dividendi in eccesso rispetto ai flussi di cassa. Michael Geltzeiler, che all'epoca era il CFO della società, ha osservato che gli interessi degli azionisti di controllo non erano allineati con quelli degli altri azionisti⁶⁴.

Gli investitori generalmente vogliono che il consiglio determini ciò che è nel migliore interesse degli azionisti, in modo da creare valore nel lungo termine. Questo può risultare però difficile con una struttura a doppia classe, in particolare se una delle parti vede l'azienda non come una *public company* in quanto tale, bensì come la propria attività, quella di cui è proprietaria [Wen (2014)].

2.3.1 L'assenza di benefici nel lungo termine

Inoltre, alcuni studiosi hanno contestato l'opinione secondo cui l'intervento di azionisti con un orientamento a breve termine (o il timore di tale intervento) porta il management delle società quotate ad avviare e intraprendere azioni redditizie nel breve termine ma dannose nel lungo. La popolarità di tale affermazione costituisce una buona difesa per l'utilizzo di strumenti che permettono di "isolare" il management della società, come la *dual-class share structure*. Tuttavia, sebbene queste ipotesi implicino che le azioni ricercate dagli attivisti possano produrre dei costi nel lungo termine, questi potrebbero effettivamente essere inferiori ai benefici attesi prodotti da queste azioni. Pertanto quanto riportato è, nella migliore delle ipotesi, una proposizione contestabile che non può essere asserita senza prove a sostegno [Bebchuk (2013)]. Al riguardo, l'evidenza supporta la tesi secondo cui, invece di mettere in atto azioni di riduzione del valore a lungo termine, l'intervento di tali investitori attivisti fornisce invece vantaggi agli azionisti, alla società e all'economia nel suo complesso.

Una fonte di prove è lo studio condotto da Brav, Jiang e Bebchuk (2013) sugli effetti a lungo termine dell'attivismo degli *hedge fund*⁶⁵. Questi hanno utilizzato tre metriche standard che gli economisti finanziari impiegano per misurare la performance operativa: *return on assets* (ROA), margine di profitto operativo e il Q

⁶⁴ Kristie, J. 2012. "Dual-Class Stock: Governance at the Edge". *Directors & Boards*, Third Quarter 2012.

⁶⁵ Poiché lo sviluppo di un cambiamento operativo richiede spesso l'acquisizione di una quantità sostanziale di informazioni specifiche dell'azienda, gli attivisti operativi di solito detengono una partecipazione significativa nell'azienda e sperano di beneficiare dell'apprezzamento del valore della partecipazione che risulterebbe dall'attuazione del cambiamento. Per questo motivo, l'attivismo operativo è comunemente limitato agli *hedge fund* attivisti o ai grandi *blockholder* esterni.

di Tobin (che misura l'efficacia con cui un'azienda trasforma un dato valore contabile in valore per gli azionisti). Lo studio ha riscontrato che, rispetto ad aziende simili *non-target*, le società oggetto degli interventi degli attivisti hanno registrato un miglioramento significativo in relazione a questi parametri durante i due anni successivi all'annuncio di tali interventi. Inoltre, gli studi hanno rilevato che le imprese *target* erano sottoperformanti prima degli interventi e che le loro performance hanno recuperato nel biennio successivo. L'analisi condotta da Boyson e Mooradian (2009) conferma le migliori prestazioni operative, riportando che le società *target* hanno beneficiato di un aumento del ROA nel primo anno dopo l'inizio dell'attivismo e di un aumento ancora maggiore nei due anni successivi.

Il quadro emergente è che, assumendo una prospettiva a lungo termine, il mercato non manca di apprezzare le conseguenze dell'attivismo come invece temono i sostenitori dell'isolamento. Piuttosto, l'apprezzamento del titolo che accompagna l'annuncio iniziale degli attivisti riflette la corretta anticipazione del mercato dell'effetto dell'intervento e la reazione iniziale positiva del titolo non viene invertita a lungo termine. Le significative perdite a lungo termine per gli azionisti delle società *target* su cui i sostenitori dell'isolamento hanno appoggiato la loro tesi non vengono riscontrate nei dati [Bebchuk (2013)].

2.3.2 L'importanza degli investitori istituzionali

La partecipazione da parte di investitori istituzionali spinge le società a migliorare i propri meccanismi di *governance*, dai quali possono trarre vantaggio anche i numerosi azionisti dispersi [Cheng (2010)]. Tuttavia, vi sono diversi segnali del fatto che sempre più investitori istituzionali stanno traferendo altrove gli investimenti effettuati nelle società con azioni a doppia classe. Dallo studio condotto da Chung e Zang (2011) emerge che attualmente la proprietà istituzionale nelle imprese a doppia classe risulta sostanzialmente inferiore rispetto a quella di imprese comparabili a una classe. Ad esempio, nel 2006 Morgan Stanley Investment Management ha esortato il consiglio di amministrazione del New York Times, una società a doppia classe controllata principalmente dalla famiglia Ochs – Sulzberger, a porre fine alla struttura azionaria della società. In un comunicato stampa, la società di investimento ha osservato che: “sebbene un tempo possa essere stata progettata per proteggere l'indipendenza editoriale e l'integrità del *news franchise*, la struttura di voto a doppia classe ora si limita a favorire la mancanza di responsabilità nei confronti di tutti gli azionisti della società”⁶⁶. Quando alla fine gli sforzi fallirono, Morgan Stanley vendette la sua quota del 7,2 %.

⁶⁶ Press Release, Morgan Stanley Inv. Mgmt. Ltd., Calls for Elimination of Dual-Class Capital Structure to Enable All Shareholders to Hold Board of Directors and Management Accountable for Company's Performance (Apr. 18, 2006), <http://www.businesswire.com/news/home/20060418005896/en/MSIMs-Global-Franchise-Investment-Program-Announces-Withhold>.

L'allontanamento di grandi investitori istituzionali da società con azioni a doppia classe può essere particolarmente dannoso poiché tali investitori svolgono un ruolo importante nella supervisione della gestione e nel superamento del *collective action problem* che risulta da un gruppo disperso di azionisti [Wen (2014)]. In passato, gli azionisti insoddisfatti del loro investimento vendevano le loro azioni piuttosto che cercare di influenzare il comportamento aziendale (la cosiddetta “*Wall Street rule*”). Tuttavia, la tendenza moderna è quella per cui questi investitori istituzionali stanno diventando più attivi nelle società di cui possiedono le azioni: cercano di influenzare le decisioni aziendali usando il loro potere di voto, incontrando i manager ed esercitando pressioni per il cambiamento sugli amministratori indipendenti. Ad esempio lo studio condotto da Hauser & Lauterbach (2004) ha rilevato che gli investitori istituzionali sono stati fondamentali per difendere l'interesse del pubblico nelle unificazioni di azioni a doppia classe; hanno contribuito a ridurre il compenso che gli azionisti di maggioranza erano in grado di ottenere dalla società per la loro perdita di voti.

2.4 Pricing delle *dual-class stock*: il valore del controllo

In generale, l'evidenza empirica supporta la tesi secondo cui il diritto di voto ha un valore sostanziale, anche se le azioni con voto superiore in genere non danno diritto a dividendi maggiorati.

Lease et al. (1983, 1984) hanno riscontrato che le azioni con diritto di voto maggiorato vengono scambiate con un premio medio di circa il 5%, concludendo che una struttura azionaria a doppia classe fornisce potenziali benefici incrementali, sia per i manager che per gli *stockholder*⁶⁷. Zingales (1992b) si sofferma sulle determinanti del premio per il diritto di voto e rileva che la struttura della proprietà azionaria e l'attività di *takeover* del settore in cui l'azienda opera sono fattori importanti che lo influenzano.

Scott, Thirumalai e Zutter (2008), analizzando un campione di 2.622 società, quotate tra il 1990 e il 1998 di cui 253 con *dual-class*, evidenziano che le azioni con potere di voto inferiore subiscono uno sconto dal mercato sia in fase di quotazione sia nei cinque anni successivi e attribuiscono tale valutazione al timore degli investitori di non poter di sostituire il management quando risulti necessario. Infatti, nelle società *dual-class*, la prestazione professionale dell'amministratore delegato risulta meno sensibile alla *performance* della società: mentre negli emittenti *single-class* il cambiamento del CEO avviene, a seguito di un calo di rendimenti, senza che occorra alcun trasferimento del controllo, nelle società *dual-class* la revoca dell'amministratore delegato è possibile solo

⁶⁷ Risultati simili sono stati ottenuti da Levy (1982) per Israele, Hartmann-Wendels e von Hinten (1989) e Weber et al. (1992) per la Germania, Rydqvist (1987) per la Svezia, Horner (1988) per la Svizzera, Megginson (1990) per il Regno Unito, Robinson e White (1990) per il Canada e Zingales (1994) per l'Italia. Molti di questi studi misurano premi ancora maggiori per i mercati azionari esaminati.

dopo un cambio dei soci di controllo, in conseguenza di un grave calo di produttività che rende l'acquisto del pacchetto di controllo meno costoso.

Lo studio condotto da Baulkaran (2013) si sofferma invece sul legame che intercorre tra lo sconto che le azioni di un'impresa con *dual-class share structure* subiscono e il trinceramento (o radicamento) manageriale. Il radicamento manageriale è particolarmente forte nelle imprese a doppia classe: la separazione tra diritti di voto e flussi di cassa consente agli azionisti di controllo di "trincerarsi", ovvero di isolarsi dalla disciplina del mercato per il controllo aziendale. Pertanto, una prima misura del radicamento è una lunga permanenza in aziende con scarse prestazioni. Inoltre, poiché l'azionista di controllo nelle società *dual-class* non è sempre il CEO, è importante esaminare il mandato degli amministratori come ulteriore misura di radicamento.

Il trinceramento manageriale, consentendo ai manager con scarse prestazioni di rimanere sul posto di lavoro e permettendo loro di svolgere attività di *empire-building*, può comportare costi di agenzia per gli azionisti: i meccanismi di trinceramento consentono ai manager di perseguire i propri interessi ed estrarre ricchezza a spese degli azionisti di minoranza. Al riguardo, diversi studi dimostrano che le aziende con manager radicati sottoperformano significativamente, detengono grandi quantità di liquidità, pagano dividendi inferiori e sono meno indebitate [Berger, Ofek, & Yermack, (1997); Gompers, Ishii, & Metrick, (2003); Harford, Mansi, & Maxwell (2008); Morck et al. (1988); Ozkan & Ozkan (2004)].

Il radicamento manageriale può avvenire in diversi modi, ad esempio effettuando investimenti aziendali che si adattano all'esperienza di un particolare CEO: a causa delle risorse specifiche al manager, questo risulterà più prezioso per gli azionisti rispetto a un sostituto esterno e, di conseguenza, potrà negoziare per un compenso più elevato ed estrarre maggiori benefici dagli azionisti [Shleifer & Vishny, (1989)]. I manager possono trincerarsi anche semplicemente detenendo una quota di controllo del totale dei voti, che nelle società a doppia classe è possibile fare tramite una piccola percentuale del capitale. Pertanto, rispetto alle società con una singola classe di azioni, sarà più facile per i manager trincerarsi in un'azienda con una struttura azionaria di tipo *dual-class* e, dato che più sono radicati i manager e più è probabile che questi traggano benefici privati, gli investitori applicheranno uno sconto maggiore sul valore di tali imprese.

Gli studi spesso presumono che, nelle imprese in cui la proprietà è concentrata, gli azionisti di controllo siano anche manager. Non è sempre questo il caso: esaminando le società a doppia classe in cui l'azionista di controllo è anche l'amministratore delegato e quelle in cui l'azionista di controllo non è il CEO ma fa parte del consiglio di amministrazione o ne è il presidente, Baulkaran (2013) dimostra che lo sconto è più sensibile al radicamento quando l'azionista di controllo è anche l'amministratore delegato. La presenza di lunghi mandati in aziende con scarse performance passate e di un azionista di controllo che è anche il CEO porta a uno sconto del 18,9% rispetto al valore medio per un campione abbinato di società *single-class*, caratterizzate da una concentrazione del controllo.

I sostenitori della *dual-class share structure* ritengono che tale struttura azionaria non sia dannosa poiché solo coloro che investono nelle società potrebbero risultarne potenzialmente danneggiati. Affermano cioè che, poiché la struttura a doppia classe viene messa in atto quando una società diventa pubblica, i diritti limitati associati al titolo si rifletteranno nel suo prezzo, il quale verrà di conseguenza scontato. Inoltre, gli stessi affermano che gli investitori dovrebbero valutare il costo di avere meno diritti di voto nel determinare se sottoscrivere o meno il titolo: se a loro non piace l'affare, possono sempre scegliere di non investire.

Tuttavia, mentre gli investitori, in teoria, possono sempre scegliere di non partecipare a un'IPO, altri fattori potrebbero indurli a fare una scelta irrazionale. Ad esempio, come sottolinea l'Institutional Shareholder Services, l'IPO di Facebook presentava una "scelta di Hobson"⁶⁸: gli investitori potevano accettare la struttura di *governance* di Facebook, che includeva azioni a doppia classe (e altre disposizioni che diminuiscono i diritti degli azionisti e la responsabilità del consiglio di amministrazione) o altrimenti perdere quello che all'epoca sembrava uno dei modelli di business più vincenti dell'era di Internet.

Inoltre, l'argomento dei sostenitori secondo cui gli investitori ottengono solo ciò per cui hanno contrattato volontariamente è minato dalla possibilità che queste azioni non vengano adeguatamente scontate al momento dell'IPO [Wen (2014)].

A peggiorare le cose, gli *underwriter* possono collaborare con gli emittenti per oscurare l'accesso degli investitori alle informazioni pertinenti. Prendendo ancora ad esempio l'offerta pubblica di Facebook, undici giorni prima del lancio dell'IPO la società si rese conto che le crescite dei ricavi non sarebbero state così elevate come previsto⁶⁹. La legge richiede però alle società di condividere tutte le informazioni che possano influenzare la decisione di un investitore di acquistare le azioni. Per ovviare al problema, Facebook e il *lead underwriter* Morgan Stanley decisero innanzitutto di presentare un emendamento alla dichiarazione di registrazione e poi di contattare diversi *research analyst* con informazioni più specifiche sulle proiezioni di indebolimento dell'azienda. Queste nuove informazioni sulla crescita dei ricavi vennero incorporate in 3 pagine di un documento di 170 e formulate in modo tale che neanche gli investitori *retail* più sofisticati avrebbero potuto leggere quello che i *research analysts* di varie banche di investimento avrebbero appreso da lì a breve: Facebook stava tagliando le sue proiezioni annuali. Ciò ha portato gli investitori istituzionali ad agire sulla base di proiezioni di entrate ridotte: molti hanno realizzato enormi profitti scommettendo contro la società, mentre altri hanno evitato perdite importanti ritirandosi appena in tempo. Gli investitori *retail*, lasciati all'oscuro, hanno invece visto il valore di Facebook precipitare, insieme ai loro investimenti⁷⁰.

⁶⁸ Scelta di Hobson (*Hobson's choice*) è una locuzione colloquiale inglese, che indica una scelta che sembra libera ma che in realtà è obbligatoria.

⁶⁹ Khadeeja Safdar, "Facebook, One Year Later: What Really Happened in the Biggest IPO Flop Ever", ATLANTIC (May 20, 2013), <https://www.theatlantic.com/business/archive/2013/05/facebook-one-year-later-what-really-happened-in-the-biggest-ipo-flop-ever/275987/>

⁷⁰ *Ibid.*

Data la base di investitori potenzialmente ampliata da tali *hot IPO*, ci si dovrebbe chiedere se azionisti e investitori abbiano davvero la capacità di valutare con precisione il valore di un titolo a doppia classe al momento della quotazione. È probabile che molti investitori prendano le loro decisioni di acquisto per evitare di perdere un'opportunità ampiamente pubblicizzata. Allo stesso tempo, le società potrebbero sfruttare opportunisticamente questa forte domanda per costringere gli investitori ad acquistare azioni di una società con una struttura di capitale che altrimenti potrebbero evitare. Tale comportamento inevitabilmente danneggerà gli azionisti a lungo termine.

Gli esiti empirici sembrano dunque conferire maggiore supporto alla tesi secondo cui le deviazioni dalla regola un'azione, un voto incidono negativamente sul valore delle azioni con diritto di voto inferiore che sono quotate sul mercato, a detrimento degli azionisti di minoranza. Occorre tuttavia notare che non risultano esserci indagini che provino espressamente che le *dual-class* riducono il *firm-value* complessivo, inteso come la somma del rendimento delle azioni e dei benefici privati del controllo.

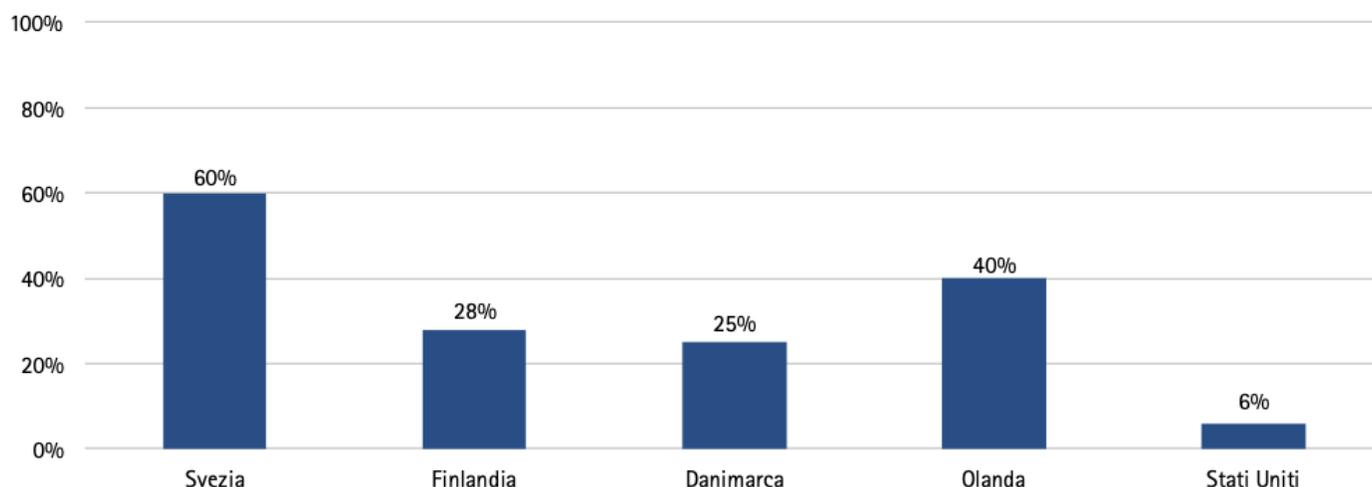
3. Regolamentazione corrente e prospettive future

3.1 Il principio “un’azione, un voto” in una prospettiva comparata

La separazione tra proprietà economica e controllo risulta un tema di fondamentale importanza anche sul piano internazionale. Dal *Report on the Proportionality Principle in the European Union (2007)*⁷¹, uno studio promosso dalla Commissione Europea, emerge come la disciplina del diritto di voto assuma caratteri diversi a seconda del paese di riferimento. Nessuno tra gli ordinamenti giuridici esaminati (vengono considerati, oltre agli stati membri dell’Unione Europea, anche gli ordinamenti di Giappone, Australia e Stati Uniti) impiega rigidamente il principio di proporzionalità. Numerosi paesi (tra cui Svezia, Francia, Ungheria, Gran Bretagna, Olanda, Finlandia, Danimarca, Giappone e Stati Uniti) acconsentono infatti all’emissione di azioni a voto plurimo. In Olanda, Danimarca, Svezia e Finlandia il principio di uguaglianza tra capitale posseduto e diritti di voto, nonostante venga citato nei rispettivi ordinamenti, assume un carattere relativo: le società possono prevedere nel proprio statuto diverse classi di azioni, anche aventi diritti di voto maggiorati. Inoltre, ognuno degli ordinamenti esaminati prevede la figura delle azioni prive di voto. Nella maggior parte dei casi però la mancanza di tale diritto viene compensata con la previsione di privilegi di carattere patrimoniale. Solo cinque tra i paesi presi in esame (Francia, Irlanda, Italia, Finlandia e Regno Unito) acconsentono invece all’emissione di azioni prive del diritto di voto anche in assenza dei suddetti benefici. In ogni caso, quegli ordinamenti che ammettono azioni a voto plurimo prevedono in genere limitazioni all’emissione di tali strumenti o all’esercizio dei relativi diritti amministrativi. Ad esempio, potrebbero essere previste delle limitazioni ai voti attribuibili (due in Francia, dieci in Danimarca, Ungheria e Svezia) e alla rilevanza delle categorie speciali sul capitale sociale; inoltre, ai fini di vincolare l’esercizio del diritto di voto plurimo possono essere previste maggioranze qualificate che riguardino, per esempio, le delibere assembleari (è il caso di Danimarca, Finlandia e Svezia). Dall’evidenza empirica emerge come le strutture azionarie aventi classi di azioni differenti (generalmente una doppia categoria di azioni, di cui una con voto singolo e una con voto plurimo, oppure una con voto singolo e una senza diritto di voto, entrambe quotate e aventi gli stessi diritti patrimoniali) sono maggiormente diffuse nei paesi del nord Europa, in particolare in Svezia (figura n.6).

⁷¹ https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf

Figura n.6: *Peso delle società aventi classi di azioni differenti.*



Fonte: S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *Quaderni giuridici: La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, 2014.

A tal proposito, il *Companies Act* svedese sancisce il principio di proporzionalità⁷², ma consente deviazioni dallo stesso prevedendo la possibilità di emettere più classi di azioni (quando previsto dallo statuto), anche caratterizzate da voto plurimo. Ai sensi del cap. 4, sez. 5, un'azione speciale può infatti conferire al detentore della medesima un massimo di dieci voti⁷³. In Olanda, invece, ai sensi degli artt. 2:228⁷⁴ (per le società di tipo

⁷² Cap. 4 (The shares Classes of shares), (Equality principle), sez. 1, Swedish Companies Act (di seguito, "SCA"): "All shares shall carry equal rights in the company, unless otherwise provided in sections 2–5".

⁷³ Cap. 4, (Differences in voting rights) sez. 5, SCA: "No share may carry voting rights which are more than ten times greater than the voting rights of any other share".

⁷⁴ Art. 2:228 (Right to vote at the General Meeting; number of votes to be cast), DCC: "1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. The articles of incorporation may provide that a shareholder is not entitled to exercise his voting rights as long as he fails to comply with a requirement (obligation) imposed on him by law or the articles of incorporation.- 2. If the share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares. - 3. If the share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. - 4. It is possible to derogate in the articles of incorporation from paragraph 2 and 3. Such an arrangement in the Articles of incorporation shall apply to all resolutions of the General Meeting. A resolution for the amendment of the articles of incorporation concerning a change in the voting right, may be passed only with a majority of votes in a General Meeting in which the entire issued share capital is represented. - 5. The articles of incorporation may specify, in derogation from paragraph 1 up to and including 4, that no voting right in the General Meeting is attached to shares. Such an arrangement can be made only with regard to all shares of a certain type (class) or indication of which all shareholders have given their consent to such arrangement or of which, prior to the issuance of these shares, the articles of incorporation already provided that no voting right in the General Meeting is attached to these shares. The shares shall be mentioned in the articles of incorporation as shares without voting right..."

chiuso) e 2:118⁷⁵ (per le società di tipo aperto) del *Dutch Civil Code* ogni azione attribuisce almeno un voto al suo detentore. Tuttavia, pur essendo possibile per le società emettere azioni aventi multipli diritti di voto, questi devono essere tali da garantire proporzionalità con il valore nominale che rappresentano: una società può emettere diverse classi di azioni aventi valore nominale differente, ma il diritto di voto plurimo può essere attribuito solo alle azioni il cui valore nominale è a sua volta multiplo (e nella stessa misura) di quello delle azioni ordinarie⁷⁶.

Fino al 1933, l'ordinamento francese consentiva alle società per azioni (*sociétés anonymes*) di prevedere nel proprio statuto la possibilità di emettere azioni a voto plurimo. Con la legge del 13 novembre 1933⁷⁷, è stato sancito a livello normativo il principio di proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti attribuibili, rimuovendo così dall'ordinamento le azioni con diritto di voto multiplo. Attualmente, nell'ordinamento francese vige ancora tale principio, ma accanto a esso è stato riconosciuto allo statuto delle società la facoltà di attribuire un voto doppio alle azioni subordinatamente al ricorrere di alcune condizioni⁷⁸. Tale diritto però va considerato più come una caratteristica collegata al titolare che non al titolo stesso: l'azione perde il voto doppio nel momento stesso in cui viene ceduta. Dunque, le *loyalty shares* francesi non rappresentano una categoria speciale di azioni, ma un semplice sistema di attribuzione del diritto di voto⁷⁹. Il diritto di voto doppio deve in ogni caso essere oggetto di particolare trasparenza: ai sensi dell'art. R210-4 del Cdc, al momento della costituzione della società per azioni, lo statuto deve indicare le informazioni relative alle condizioni di ammissione alle assemblee degli azionisti e dell'esercizio del diritto di voto, comprese le

⁷⁵ Art. 2:118 (Right to vote at the General Meeting; number of votes to be cast), Dutch Civil Code (di seguito "DCC"), "1. Only shareholders have a right to vote. Each shareholder has at least one vote. The articles of incorporation may provide that a shareholder is not entitled to exercise his voting rights as long as he fails to comply with a requirement (obligation) imposed on him by law or the articles of incorporation. - 2. If the authorized share capital is divided into shares of an equal nominal amount, each shareholder may cast as many votes as he holds shares. 3. If the authorized share capital is divided into shares of an unequal nominal amount, the number of votes that may be cast by each shareholder is equal to the total nominal amount of his shares divided by the nominal amount of the smallest share issued by the Corporation; parts of votes are neglected. - 4. Nevertheless, the number of votes to be cast by one and the same shareholder may be limited in the articles of incorporation, provided that shareholders who hold the same nominal amount of shares must be entitled to cast the same number of votes, and that such limitation is not more favourable for shareholders holding a large nominal amount of shares than for shareholders holding a smaller nominal amount of shares. - 5. It is possible to derogate in another way from the provisions of paragraph 2 and 3 in the articles of incorporation, provided that no more than six votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into one hundred shares or more, and that no more than three votes are granted to one single shareholder if the authorized share capital is divided into less than one hundred shares...".

⁷⁶ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *Quaderni giuridici: La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, 2014.

⁷⁷ L'art. 6 della legge del 1933 prevedeva due sole eccezioni al principio di proporzionalità: nelle società miste con azionariato pubblico e nelle società con azionariato straniero. La prima eccezione era volta «à réserver à une élite de techniciens, de financiers ou d'hommes d'affaires le contrôle de la société, pour le plus grand profit de tous les actionnaires et dans l'intérêt de la nation»; la seconda era, invece, finalizzata a «éviter qu'elle [l'entreprise] ne devienne l'apanage de capitalistes ou d'hommes d'affaires étrangers». Sul tema, cfr. Merle (2013), p. 374.

⁷⁸ A livello normativo, l'art. L225-123, comma 1, del Code de commerce (di seguito, "Cdc") prevede che, sulla base dello statuto o di una deliberazione assembleare straordinaria, possa essere attribuito un voto doppio alle azioni nominative e interamente liberate, purché detenute per un periodo di tempo non inferiore a due anni.

⁷⁹ F. Luvisotti, *Multiple voting shares nelle società quotate: Italia e Stati Uniti a confronto*, 2018.

condizioni di attribuzione del diritto di voto doppio. Oggi oltre la metà delle società comprese nell'indice CAC40 utilizzano il meccanismo del doppio voto⁸⁰.

Con riferimento alla Germania, lo Stock Corporation Act (*Aktien Gesetz*)⁸¹ riconosce a ogni azione un diritto di voto e, pur ammettendo la presenza di più classi di azioni⁸², non consente di deviare da tale principio. In particolare, la sez. 12 AktG non ammette la possibilità di emettere azioni speciali a voto plurimo. Va inoltre evidenziato come l'ordinamento tedesco consenta solo alle società non quotate di porre limiti all'esercizio del diritto di voto (sez. 134, par. 1, AktG); nelle società quotate, invece, a ciascuna azione viene riconosciuto il diritto a un voto, eccetto nel caso in cui si tratti di azioni privilegiate (sez. 139 AktG). Tuttavia, il valore nominale complessivo di queste non può superare la metà del capitale sociale.

Negli Stati Uniti tale materia ha risentito di una forte disomogeneità, essendo spesso rimessa ai regolamenti delle singole Borse valori. A partire dal 1926, a fronte dell'opposizione pubblica all'emissione di azioni ordinarie prive di voto da parte di diverse società di spicco (tra cui Dodge Brothers e Industrial Rayon Corporation), il NYSE non acconsentì alla quotazione delle società aventi azioni ordinarie prive di voto o più classi di azioni con diritti di voto ineguali⁸³. Nonostante le poche spiegazioni per la manovra all'epoca⁸⁴, le successive dichiarazioni del presidente del *NYSE Committee* rivelano comunque simili a quelli degli oppositori odierni:

*“This device [common stock without voting power] was being increasingly used to lodge control in small issues of voting stock, leaving ownership of the bulk of the property divorced from any vestige of effective voice in the choice of management. The committee felt that this tendency ran counter to sound public policy, and accordingly decided to list no more nonvoting common stocks.”*⁸⁵

Con pochissime eccezioni, la pratica del NYSE di rifiutare la quotazione delle suddette società continuò per circa 60 anni⁸⁶. Tuttavia, a metà degli anni '80, le circostanze competitive e di mercato portarono la borsa di New York ad attuare un cambiamento: di fronte alla crescente concorrenza di altre borse statunitensi (quali NASDAQ e AMEX), nonché alla convinzione che le regole del NYSE non fornissero adeguate difese in caso di

⁸⁰ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *“Quaderni giuridici: La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo”*, 2014.

⁸¹ Stock Corporation Act, AktG del 6 settembre 1965 (BGBl.I p.1089) FNA 4121-1 e successive modifiche.

⁸² Sez. 11 (Classes of Shares), AktG: *“Shares may confer different rights, in particular with regard to the distribution of profits and assets. Shares conferring identical rights shall constitute one class”*. In dottrina, v. Cahn, Donald, 2010, p. 268; Rado, 2011, p. 22.

⁸³ Bebchuk & Kastiel, supra note 5, pp. 596; Joel Seligman, *“Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy”*, 54 Geo. Wash. L. Rev. 687, 689-695 (1986).

⁸⁴ Seligman, supra note 6, pp. 697.

⁸⁵ *Ibid.*

⁸⁶ Bebchuk & Kastiel, supra note 5, pp. 596; CFA Institute, *“Dual-Class shares: the good, the bad, and the ugly”* (2018), pp. 31.

*takeover*⁸⁷, il NYSE sospese la pratica di non quotare le società *dual-class*, proponendo infine di modificare formalmente i propri requisiti per consentire alle società quotate di utilizzare questo tipo di struttura azionaria⁸⁸. A seguito della proposta del NYSE, e dopo che il NYSE, l'AMEX e la National Association of Securities Dealers non riuscirono a raggiungere un consenso su uno standard minimo di diritti di voto per la quotazione, la Securities and Exchange Commission (SEC) introdusse nel 1988 la *Rule 19c-4* per limitare la capacità delle società esistenti di attuare ricapitalizzazioni *dual-class*, sebbene la regola non vietasse le strutture a doppia classe come parte delle offerte pubbliche iniziali⁸⁹. La regola venne infine invalidata dal D.C Circuit per mancanza di autorità da parte della SEC. Successivamente, la SEC fu comunque in grado di persuadere le principali borse a limitare la capacità delle società di passare a strutture a doppia classe tramite la loro quotazione⁹⁰. Di conseguenza, sebbene le società siano limitate nella loro capacità di ricapitalizzare con una struttura a doppia classe, in genere sono state in grado di diventare pubbliche con tali strutture classe per più di 30 anni⁹¹.

Tuttavia, a seguito della reazione avversa del pubblico degli investitori all'IPO di Snap Inc. (2017), i principali indici intrapresero consultazioni pubbliche in merito alla questione⁹². Di conseguenza, nel luglio 2017, il FTSE Russell annunciò che avrebbe escluso tutte quelle società che non avessero fatto rientrare più del 5% del potere di voto totale all'interno del flottante⁹³. Nello stesso mese, S&P Dow Jones Indices annunciò che avrebbero escluso le società con strutture azionarie a più classi dall'ingresso nell' S&P Composite 1500 e nei suoi componenti, che includono S&P 500, S&P MidCap 400 e S&P SmallCap 600. Infine, MCSI, dopo una consultazione di 18 mesi, scelse di non escludere le società a doppia classe dai propri indici di riferimento, lanciando invece una nuova serie di indici che avrebbero incluso i diritti di voto nei suoi criteri di ponderazione e nelle metodologie di costruzione per “riflettere il desiderio di molti investitori di tener conto di strutture di voto ineguali negli indici che utilizzano”⁹⁴.

⁸⁷ Seligman, *supra* note 6, pp. 700-701 n.80; Bebchuk & Kastiel, *supra* note 5, pp. 596.

⁸⁸ Si veda Voting Rights Listing Standards; Disenfranchisement Rule, 53 Fed. Reg. 26,376, 26,376-77 (1988) [herein- after Disenfranchisement Rule] (codified at 17 C.F.R. § 240.19c-4 (1990)), invalidated by *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (D.C. Cir. 1990). Si veda inoltre *Bus. Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406, 408 (D.C. Cir. 1990); Bebchuk & Kastiel, *supra* note 5, pp. 596.

⁸⁹ Si veda Bebchuk & Kastiel, *supra* note 5, pp. 597; si veda inoltre Disenfranchisement Rule *supra* note 11, pp. 26, 376-77.

⁹⁰ Bebchuk & Kastiel, *supra* note 5, pp. 597.

⁹¹ *Ibid.*

⁹² Si veda e.g., Council of Institutional Investors, Dual-Class Stock, https://www.cii.org/dualclass_stock; Zoe Condon, “A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy”, 68 *Emory L.J.*, 335, 350 (2018).

⁹³ FTSE Russell, FTSE Russell Voting Rights Consultation – Next Steps at 3, https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf; CamberView Partners, “S&P and FTSE Russell on Exclusion of Companies with Multi-Class Shares”, *Harv. L. Sch. F. on Corp. Governance & Fin. Reg.* (August 5, 2017), <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/05/sp-and-ftse-russell-on-exclusion-of-companies-with-multi-class-shares/>; si veda inoltre Condon, *supra* note 15 pp. 350.

⁹⁴ Comunicato stampa, “MSCI Will Retain the MSCI Global Investable Market Indexes Unchanged and Launch a New Index Series Reflecting the Preferences of Investors on Unequal Voting Structures” (2018),

3.2 Le deviazioni dal principio “un’azione, un voto” nelle società quotate italiane

In considerazione del divieto posto all’emissione di azioni a voto plurimo e del ridotto peso assunto dalle azioni con diritto di voto limitato o prive di diritto di voto (azioni privilegiate e di risparmio), attualmente l’utilizzo da parte delle società italiane quotate di azioni che deviano dal principio *one share, one vote* risulta molto limitato. Continuano invece a essere ampiamente diffusi strumenti di rafforzamento del controllo proprietario meno trasparenti, come le piramidi societarie⁹⁵.

Come si evince dalla figura n. 7, agli inizi degli anni novanta le azioni prive di voto risultavano alquanto diffuse: nel 1992 quasi il 43% delle società quotate vi ricorreva, portando tali azioni ad avere un peso in media pari al 14% del capitale sociale. Tuttavia, con il passare del tempo, l’interesse manifestato dalle imprese per lo strumento si è progressivamente indebolito: alla fine del 2019, solo 12 società ricorrevano ad azioni senza diritto di voto, il cui peso era in media circa l’1% del capitale.

https://www.msci.com/documents/10199/238444/PR_Voting_Results.pdf/0b548379-fbe7-71c7-b392-7140b2215cc9; si veda inoltre MSCI, MSCI Voting Rights-Adjusted Indexes Methodology (2019),

https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Voting_Rights_Adjusted_Indexes_Methodology_May2019.pdf.

⁹⁵ Bebchuk et al. (2000) sottolineano la minore trasparenza delle strutture piramidali rispetto ad altri strumenti di separazione tra proprietà e controllo.

Figura n.7: Utilizzo delle azioni prive del diritto di voto da parte delle società quotate italiane.

	savings shares			preference shares			all non-voting shares		
	no.	weight ¹	% share capital ²	no.	weight ³	% share capital ⁴	no.	weight ⁵	% share capital ⁶
1992	104	36.9	10.8	25	8.9	3.2	120	42.6	14.0
1998	69	31.9	8.2	10	4.6	1.1	70	32.4	9.4
2010	36	13.3	5.3	5	1.8	1.7	37	13.7	7.0
2011	36	13.8	5.5	6	2.3	1.5	37	14.2	7.0
2012	31	12.3	4.7	3	1.2	0.2	32	12.6	4.9
2013	27	11.1	4.9	1	0.4	0.2	28	11.5	5.1
2014	22	9.2	3.6	1	0.4	0.1	23	9.7	3.8
2015	19	8.1	3.6	--	--	--	19	8.1	3.6
2016	18	7.8	5.0	--	--	--	18	7.8	5.0
2017	17	7.4	3.8	--	--	--	17	7.4	3.8
2018	14	6.1	3.2	--	--	--	14	6.1	3.2
2019	12	5.3	0.7	--	--	--	12	5.3	0.7

Fonte: Consob. Data on Italian companies listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange.

La diminuzione del numero di società che emettono azioni senza diritto di voto non è dovuta solo a fusioni e operazioni di *delisting*, ma anche (e soprattutto) ad operazioni di conversione in azioni ordinarie. Diverse sono le ragioni che hanno indotto le società quotate italiane a convertire le azioni di risparmio in azioni ordinarie [Bigelli et. al (2011)]. Innanzitutto, a seguito dell'ingresso nell'Unione monetaria e dell'abbassamento dei tassi di interesse, il costo del privilegio patrimoniale legato alle azioni di risparmio è risultato notevolmente superiore al costo del debito⁹⁶. Inoltre, l'entrata in vigore del TUF (testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), innalzando il quorum per le delibere assembleari straordinarie al 66,6% e imponendo l'obbligo di OPA totalitaria al superamento della quota del 30% del capitale avente diritto di voto, ha ridotto i rischi associati dalla diluizione della quota dell'azionista di controllo derivante dalla conversione delle azioni di risparmio [Bigelli et. al (2011)], incentivando indirettamente tali operazioni. Infine, le

⁹⁶ Ad esempio, nel 2011 Cofide S.p.A. decise di convertire le proprie azioni di risparmio in azioni ordinarie quando le prime erano negoziate sotto la pari, obbligando l'impresa a pagare un dividendo minimo pari al 5,7% [Bigelli (2003)].

conversioni sono state realizzate presumibilmente anche per accogliere la preferenza degli investitori istituzionali (sempre più presenti nel capitale delle società italiane) per strutture di voto proporzionali⁹⁷. Sebbene il ritorno al principio “un'azione, un voto” venga generalmente considerato una buona notizia, l'unificazione può dar luogo a un trasferimento di ricchezza tra le due classi di azioni, soprattutto in presenza di premi di voto elevati e nessuna forma di compenso per gli azionisti votanti. Lo studio condotto da Bigelli e Mehrotra (2005) mostra come le unificazioni possano danneggiare gli azionisti aventi diritto di voto: la diluizione del valore del diritto aumenta al crescere della percentuale delle azioni prive di diritto di voto (*nv-share*) sul patrimonio dell'impresa e al crescere dello sconto sul prezzo al quale vengono scambiate. In altri paesi questo tipo di esproprio è stato spesso compensato da un dividendo straordinario [Ang e Megginson (1989)] o dall'assegnazione di nuove quote di voto agli azionisti con diritto di voto [Hauser e Lauterbach (2004)]. In Italia, dove il differenziale di prezzo tra le azioni ordinarie e le *nv-share* è uno dei più alti al mondo [Nenova (2003), Dick e Zingales (2004)], gli azionisti votanti non hanno ricevuto alcun compenso esplicito. Bigelli e Mehrotra (2005), analizzando la popolazione delle 46 unificazioni realizzate nel periodo 1974-2005 in Italia, riportano una reazione del mercato significativamente positiva per le azioni prive di diritto di voto (+ 11,66%) nei tre giorni prossimi alla data dell'annuncio e un rendimento significativamente negativo per le azioni aventi diritto di voto (-1,56%). Nel complesso, le unificazioni non sembrerebbero influenzare il valore dell'impresa (+ 0,16%). Concentrazioni della proprietà nelle mani del primo e del secondo azionista di maggioranza sono associate a unificazioni più eque e a migliori cambiamenti nel valore dell'impresa. Il valore dell'impresa tende invece a diminuire quando vengono effettuate unificazioni in presenza di elevati premi per il voto e quando è alta la percentuale di azioni prive di voto sul patrimonio dell'impresa. Tali condizioni si traducono in una maggiore diluizione del segmento di voto e sono tipicamente associate all'acquisto da parte degli azionisti di maggioranza di grossi blocchi di *nv-shares* (insieme alla vendita di azioni con diritto di voto o all'approvazione di piani di *stock option* sulle *nv-shares* pochi mesi o giorni prima della data dell'annuncio) per coprire l'effetto negativo sulla loro quota di controllo. Al riguardo, Bigelli e Mehrotra (2005) segnalano la presenza di attività di *insider trading* nel corso nei tre giorni precedenti all'annuncio dell'operazione di unificazione.

Come accennato in precedenza, dato lo scarso utilizzo delle strutture azionarie a doppia classe, le società quotate italiane realizzano la separazione tra proprietà e controllo principalmente attraverso l'uso di strumenti più opachi, come i gruppi piramidali. La figura n.8 mette in luce l'ampia diffusione dei gruppi piramidali o misti (nei quali esiste almeno una società quotata in cui ne controlla un'altra) tra le società quotate in Italia. Alla fine

⁹⁷ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *Quaderni giuridici: La deviazione dal principio “un'azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, 2014.

del 2019, il 12,8% delle società quotate (pari a circa il 34% della capitalizzazione totale) apparteneva a un gruppo piramidale o misto.

Figura n. 8: Rilevanza dei gruppi nelle società quotate italiane.

	horizontal group	pyramidal group			mixed group			stand-alone companies	
		of which: parent company	subsidiary		of which: parent company	subsidiary	horizontal structure		
number of companies¹									
1998	5.1	36.1	13.4	22.7	2.8	0.5	1.9	0.5	56.0
2010	4.4	15.6	6.7	8.9	4.4	1.1	1.9	1.5	75.6
2011	5.4	16.2	6.5	9.6	4.6	1.2	1.9	1.5	73.8
2012	3.2	17.1	6.8	10.4	4.4	1.2	2.0	1.2	75.3
2013	3.3	15.2	6.1	9.0	6.1	2.0	2.5	1.6	75.4
2014	3.4	14.7	6.7	8.0	6.3	1.7	2.5	2.1	75.6
2015	0.9	13.7	6.4	7.3	6.4	1.7	2.6	2.1	79.1
2016	0.9	13.0	6.1	7.0	5.2	1.3	2.2	1.7	80.9
2017	--	12.1	5.6	6.5	6.5	1.7	2.6	2.2	81.4
2018	2.2	12.1	5.6	6.5	4.8	1.3	2.2	1.3	81.0
2019	2.2	11.0	4.8	6.1	2.6	0.9	0.9	0.9	84.2
market capitalisation²									
1998	6.1	75.0	50.9	24.1	3.2	2.5	0.5	0.2	15.6
2010	2.1	43.4	29.6	13.8	15.8	10.9	2.4	2.4	38.7
2011	1.8	51.6	37.6	14.0	17.1	11.6	3.0	2.4	29.6
2012	1.5	60.1	44.3	15.8	4.5	3.2	0.5	0.7	33.9
2013	1.5	33.3	26.1	7.2	25.8	19.6	2.3	3.9	39.5
2014	1.5	43.2	36.9	6.3	22.5	16.9	1.5	4.1	32.8
2015	..	40.6	33.8	6.8	19.5	14.5	1.2	3.8	39.9
2016	0.1	38.6	33.4	5.2	6.5	5.2	0.6	0.6	54.8
2017	--	36.9	32.4	4.5	7.8	5.3	1.6	0.8	55.3
2018	0.8	36.0	31.6	4.4	5.9	3.9	1.5	0.5	57.3
2019	0.7	28.5	25.4	3.1	5.8	3.9	1.4	0.6	64.9

Fonte: Consob. Data on Italian companies with ordinary shares listed on Borsa Italiana spa - Mta Stock Exchange.

L'uso di strumenti in grado di rafforzare il controllo (è il caso delle strutture piramidali e delle *nv-share*) determina un'incongruenza tra diritti di voto e flussi di cassa, consentendo ai principali azionisti di controllare un numero di diritti di voto più che proporzionale rispetto al capitale investito⁹⁸. La Figura n. 9 evidenzia la rilevanza di tale disallineamento per quelle società quotate che fanno ricorso ad azioni prive di diritto di voto e/o controllate a loro volta da una società quotata: il livello medio del *wedge*⁹⁹ è circa pari al 19% del capitale sociale.

⁹⁸ *Ibid.*

⁹⁹ Con il termine "wedge" si intende la differenza tra diritti di voto (voting rights) e diritti ai flussi di cassa (cash flow rights).

Figura n. 9: *Differenza tra diritti di voto e diritti ai flussi di cassa (wedge) nelle società italiane quotate che emettono azioni senza voto e/o sono controllate da altre società quotate.*

	companies belonging to pyramidal or mixed groups			leverage ¹			wedge ²		
	mean	min	max	mean	min	max	mean	min	max
1998	3.3	2.0	6.0	3.5	1.0	24.7	24.2	0.0	70.8
2010	2.9	2.0	5.0	1.9	1.0	6.5	16.8	0.0	65.7
2011	3.1	2.0	5.0	2.2	1.0	11.6	17.1	0.0	65.7
2012	3.1	2.0	5.0	2.3	1.0	13.0	17.9	0.0	65.7
2013	3.1	2.0	5.0	2.3	1.0	15.1	16.9	0.0	65.7
2014	2.9	2.0	5.0	1.8	1.0	6.8	15.9	0.0	66.3
2015	2.8	2.0	5.0	1.6	1.0	4.2	12.8	0.0	51.5
2016	2.8	2.0	5.0	1.7	1.0	5.8	13.6	0.0	49.7
2017	2.9	2.0	5.0	1.6	1.0	5.8	12.3	0.0	56.7
2018	2.7	2.0	5.0	1.6	1.0	4.5	12.7	0.0	61.7
2019	2.5	2.0	4.0	1.6	1.0	4.5	12.9	0.0	61.7

Fonte: Consob. Dati relativi alle società quotate sul segmento Mta gestito da Borsa Italiana spa. Sono escluse le società che non emettono azioni ordinarie.

3.2.1 Il nuovo decreto Rilancio

L'introduzione delle azioni a voto plurimo in Italia è stata oggetto di particolare attenzione nei giorni antecedenti la pubblicazione del decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. decreto Rilancio). L'art. 45 del Decreto, presente nella bozza circolata fra gli addetti ai lavori e sui principali organi di stampa, sembrava infatti autorizzarne l'emissione anche alle società quotate, in deroga all'art 127 *sexies*, comma1, TUF¹⁰⁰. La riforma annunciata, prevista, descritta e infine abbandonata ha contribuito fortemente a riaccendere la discussione

¹⁰⁰ Dispositivo dell'art. 127 *sexies* TUF: 1. In deroga all'articolo 2351, quarto comma, del codice civile, gli statuti non possono prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo. 2. Le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti. Se lo statuto non dispone diversamente, al fine di mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni, le società che hanno emesso azioni a voto plurimo ovvero le società risultanti dalla fusione o dalla scissione di tali società possono procedere all'emissione di azioni a voto plurimo con le medesime caratteristiche e diritti di quelle già emesse limitatamente ai casi di: a) aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile ovvero mediante nuovi conferimenti senza esclusione o limitazione del diritto d'opzione; b) fusione o scissione. 3. Nel caso previsto dal comma 2 gli statuti non possono prevedere ulteriori maggiorazioni del diritto di voto a favore di singole categorie di azioni né ai sensi dell'articolo 127 *quinquies*. 4. Ove la società non si avvalga della facoltà di emettere nuove azioni a voto plurimo ai sensi del comma 2, secondo periodo, è esclusa in ogni caso la necessità di approvazione delle deliberazioni, ai sensi dell'articolo 2376 del codice civile, da parte dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria delle azioni a voto plurimo.

sull'opportunità o meno di introdurre tale strumento nel nostro ordinamento, spesso ritenuto necessario per proteggere il mercato borsistico italiano e per concorrere con le giurisdizioni straniere, scoraggiando il trasferimento della sede legale all'estero e la quotazione in paesi che prevedono meccanismi di rafforzamento dei diritti di voto.

Va sottolineato che con il termine “voto plurimo” ci si riferisce in questa sede a una categoria speciale di azioni, alla quale è riconosciuto un diritto di voto potenziato. Il voto multiplo è dunque strettamente collegato al titolo azionario, a prescindere dalle qualifiche del relativo detentore. È proprio qui che risiede la principale differenza con il c.d voto maggiorato previsto all'art. 127-quinquies TUF¹⁰¹ il quale, trascorso un determinato periodo di tempo, assegna all'azionista fino a un massimo di due voti per azione¹⁰² (in questo caso è più corretto parlare di *loyalty shares*).

Pur riconoscendo la portata innovativa della disposizione in esame, occorre far presente che il voto plurimo non si tratta di un concetto totalmente estraneo alle società italiane: l'art.2351, comma 4, recita che “lo statuto può prevedere la creazione di azioni con diritto di voto plurimo” per quelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. A dire il vero è comune rintracciare la presenza di tali azioni anche nelle società quotate. Difatti, in base secondo comma dell'art. 127-sexies TUF, “le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato mantengono le loro caratteristiche e diritti”. Inoltre, lo stesso comma prevede che le società quotate che hanno emesso azioni a voto plurimo (ovvero per le società risultanti dalla fusione o scissione di tali società) possono emettere azioni a voto plurimo “con le stesse

¹⁰¹ Dispositivo dell'art. 127 *quinquies* TUF: 1. Gli statuti possono disporre che sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi a decorrere dalla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. In tal caso, gli statuti possono altresì prevedere che colui al quale spetta il diritto di voto possa irrevocabilmente rinunciare, in tutto o in parte, al voto maggiorato. 2. Gli statuti stabiliscono le modalità per l'attribuzione del voto maggiorato e per l'accertamento dei relativi presupposti, prevedendo in ogni caso un apposito elenco. La Consob stabilisce con proprio regolamento le disposizioni di attuazione del presente articolo al fine di assicurare la trasparenza degli assetti proprietari e l'osservanza delle disposizioni del titolo II, capo II, sezione II. Restano fermi gli obblighi di comunicazione previsti in capo ai titolari di partecipazioni rilevanti. 3. La cessione dell'azione a titolo oneroso o gratuito, ovvero la cessione diretta o indiretta di partecipazioni di controllo in società o enti che detengono azioni a voto maggiorato in misura superiore alla soglia prevista dall'articolo 120, comma 2, comporta la perdita della maggiorazione del voto. Se lo statuto non dispone diversamente, il diritto di voto maggiorato: a) è conservato in caso di successione per causa di morte nonché in caso di fusione e scissione del titolare delle azioni; b) si estende alle azioni di nuova emissione in caso di aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2442 del codice civile. 4. Il progetto di fusione o di scissione di una società il cui statuto prevede la maggiorazione del voto può prevedere che il diritto di voto maggiorato spetti anche alle azioni spettanti in cambio di quelle a cui è attribuito voto maggiorato. Lo statuto può prevedere che la maggiorazione del voto si estenda proporzionalmente alle azioni emesse in esecuzione di un aumento di capitale mediante nuovi conferimenti. 5. Le azioni cui si applica il beneficio previsto dal comma 1 non costituiscono una categoria speciale di azioni ai sensi dell'articolo 2348 del codice civile. 6. La deliberazione di modifica dello statuto con cui viene prevista la maggiorazione del voto non attribuisce il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile. 7. Qualora la deliberazione di modifica dello statuto di cui al comma 6 sia adottata nel corso del procedimento di quotazione in un mercato regolamentato delle azioni di una società non risultante da una fusione che coinvolga una società con azioni quotate, la relativa clausola può prevedere che ai fini del possesso continuativo previsto dal comma 1 sia computato anche il possesso anteriore alla data di iscrizione nell'elenco previsto dal comma 2. 8. Se lo statuto non dispone diversamente, la maggiorazione del diritto di voto si computa anche per la determinazione dei quorum costitutivi e deliberativi che fanno riferimento ad aliquote del capitale sociale. La maggiorazione non ha effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale.

¹⁰² http://www.consob.it/documents/46180/46181/c20200508_5.pdf/ae570ed-4165-4863-881a-d01ebf37ebd2

caratteristiche e diritti” di quelle già emesse al ricorrere di determinate circostanze: se lo statuto non dispone diversamente, queste società possono ricorrere all’emissione delle di tali azioni al fine di conservare il rapporto tra le diverse classi in caso di aumento di capitale o di operazioni straordinarie (ad esempio fusioni e scissioni). Le modifiche suggerite dal Decreto rilancio impongono una riflessione in materia attraverso un’attenta analisi della previsione italiana, diversa da quelle adottate con distinte sfumature in molti altri ordinamenti europei e non. Si rendono indiscutibilmente necessari spunti di riflessione sugli opportuni strumenti per attirare investitori stranieri e bloccare la fuga delle società italiane all’estero, senza dimenticare di controbilanciare qualsiasi scelta con opportuni meccanismi di tutela delle minoranze, per evitare il sacrificio degli azionisti di minoranza in nome dell’uniformità di soluzioni fra Italia ed altri Stati e della maggior competitività del nostro sistema.

3.3 Indicazioni di *policy*

Guardando alla storia delle società per azioni, da un punto di vista ontologico (ossia “pre-giuridico”) l’uso dello strumento azionario risulta conciliabile con eventuali tecniche di attribuzione dei diritti sociali che non si basano sulla stretta proporzionalità tra il numero di azioni possedute e il numero di voti attribuiti. Allo stesso modo è possibile notare come l’utilizzo di tali tecniche non sia mai entrato in contrasto neppure con i principi generali del diritto commerciale [Jaeger (1976)]. Prove di tali caratteristiche delle azioni si riscontrano sia nella storia delle società per azioni sia, come visto in precedenza, in molti paesi a economia avanzata. Difatti, l’introduzione delle azioni a voto plurimo nel panorama giuridico italiano non sembrerebbe contrastare nessuno dei principi di fondo dell’ordinamento alla base del diritto societario¹⁰³.

Prendendo in considerazione gli effetti che avrebbe estendere la possibilità di emettere azioni a voto plurimo anche alle società quotate sul contesto italiano, occorre procedere facendo una prima distinzione: l’adozione delle azioni a voto plurimo al momento della quotazione e l’introduzione delle stesse successiva alla quotazione. Nel primo caso la struttura che si andrebbe a determinare a seguito dell’offerta pubblica risulterebbe nota e, in condizioni normali, il prezzo delle azioni collocate sul mercato dovrebbe rifletterne i relativi rischi [Gilson (1987)]. Anche se tali azioni potrebbero essere scambiate a un prezzo inferiore per via dei maggiori costi di agenzia propri di un assetto proprietario caratterizzato da un controllo “a leva”¹⁰⁴, il socio fondatore, detenendo un certo numero di azioni a voto plurimo, è probabile che possa collocare un ammontare superiore di azioni

¹⁰³ http://www.salvisjuribus.it/la-deviazione-dal-principio-unazione-un-voto-e-le-azioni-a-voto-plurimo-nel-nuovo-decreto-rilancio/#_ftnrefl

¹⁰⁴ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D’Eramo, N. Linciano, “*Quaderni giuridici: La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*”, 2014.

ordinarie senza vedere diluito il proprio controllo. In altre parole, il socio di maggioranza andrebbe così a internalizzare i costi associati alla nuova struttura azionaria poiché, oltre a raccogliere un quantitativo di risorse inferiore rispetto al caso in cui la società non avesse deviato dal criterio di proporzionalità, subirebbe una riduzione del valore delle azioni ordinarie detenute nel proprio portafoglio. Dunque, i soci fondatori saranno incentivati a definire una struttura azionaria in grado di massimizzare il valore dell'impresa, bilanciando le conseguenze negative (legate all'effetto sui prezzi dei titoli) derivanti dall'emissione delle azioni speciali con i benefici derivanti dal mantenimento del controllo. Diversi autori¹⁰⁵ evidenziano infatti come i soci di maggioranza, per proteggere e massimizzare il valore dei propri diritti di controllo, definiscano la struttura proprietaria in sede di IPO. Quando non si riscontra la presenza di strumenti che garantiscono tali diritti, rimanere privati potrebbe allora risultare la scelta ottimale. In tal caso però l'impresa rinunciarebbe a opportunità di crescita finanziabili tramite l'accesso al mercato dei capitali oppure utilizzando fonti di finanziamento sub-ottimali. Le imprese potrebbero inoltre avere incentivo a utilizzare altri strumenti che garantiscono il controllo meno trasparenti, come le già citate strutture piramidali.

Oltre a favorire la quotazione in borsa, abbiamo visto come la *dual-class share structure* può essere fondamentale per il successo del progetto imprenditoriale, permettendo alle imprese (soprattutto quelle più innovative) di difendersi da quegli investitori che focalizzano l'attenzione esclusivamente su risultati di breve termine [Bebchuk (2013)].

Nel caso invece di società già quotate, i problemi legati alla presenza delle azioni a voto plurimo sono maggiori. Le ricapitalizzazioni *dual-class* pongono infatti diversi profili critici: innanzitutto, ipotizzando che la società quotata riuscisse a modificare lo statuto garantendosi la possibilità di emettere azioni a voto multiplo¹⁰⁶, al momento dell'emissione queste dovranno essere proposte in opzione a tutti i soci. Nel caso in cui tutti gli azionisti aderissero all'aumento di capitale (come è probabile che accada), la società non avrebbe alcun incentivo a raccogliere nuove risorse tramite le azioni a voto multiplo poiché le quote relative dei diritti di voto rimarrebbero le stesse. Inoltre, non essendo le azioni sottostanti ancora quotate, e dunque prive di un prezzo di mercato, per quegli azionisti che non intendono partecipare all'aumento di capitale si aprirebbe il problema di calcolare il valore del diritto d'opzione e di offerta dei diritti inopinati. Infine, i diritti di opzione potrebbero essere venduti dagli azionisti di minoranza a prezzi inferiori al valore teorico, lasciando all'azionista di controllo la possibilità di rastrellarli e rafforzare ancor di più il proprio controllo¹⁰⁷.

¹⁰⁵ Grossman e Hart (1988), Zingales (1995), Burkart et. al (1997), Gomes (2000).

¹⁰⁶ Attualmente dovrebbe deliberare una modifica statutaria con le maggioranze rafforzate previste per l'assemblea straordinaria, rispetto alla quale potrebbe essere attivabile il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, comma 1, c.c.

¹⁰⁷ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *Quaderni giuridici: La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, 2014.

Tuttavia, prendendo ad esempio un'impresa con progetti di investimento profittevoli ma in grave dissesto finanziario e i cui soci non avessero le risorse necessarie per sottoscrivere l'aumento di capitale, la prospettiva di avere diritti di voto più che proporzionali rispetto al capitale investito potrebbe configurarsi come un incentivo per gli investitori esterni ad apportare nuove risorse nell'impresa. Anche se l'aumento di capitale andrebbe a determinare una struttura azionaria meno contendibile e quindi caratterizzata da elevati costi di *agency*, il risultato finale si potrebbe comunque rivelare positivo¹⁰⁸. Dunque, in questo caso, le azioni a voto plurimo si configurano come strumento in grado di ampliare le opportunità contrattuali della società, aumentando le probabilità di raccogliere nuove risorse da investire nei progetti di investimento tramite gli aumenti di capitale (con limitazione o esclusione dei diritti di opzione). Anche in questo caso vanno tenuti in considerazione i rischi connessi all'utilizzo di tali azioni, che però possono essere ridotti rafforzando il potere degli azionisti di minoranza, come verrà esposto nel paragrafo successivo.

3.3.1 Le tutele delle minoranze

Nel valutare l'opportunità di estendere anche alle società quotate la possibilità di emettere azioni a voto multiplo non si può prescindere dal ricordare il difficile momento che il nostro paese sta affrontando, uno scenario economico dei meno rassicuranti reso particolarmente allarmante dal protrarsi della situazione di emergenza causata dalla pandemia da Covid-19. In primo luogo, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo rappresenterebbe un potente incentivo a dissuadere le società italiane quotate dal trasferirsi all'estero. Il vantaggio di una sua introduzione risulta ancor più evidente man mano che si fa sentire la necessità di difendere quegli ambiti di attività definiti di rilevanza strategica dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni da *takeover* di società estere portati avanti a prezzi scontati, affiancandosi come strumento meno invasivo al *Golden Power*¹⁰⁹. E' d'obbligo pensare, inoltre, che i poteri delle maggioranze preesistenti risulterebbero rafforzati se si dovesse procedere alla conversione in strumenti finanziari partecipativi dei prestiti concessi dalle banche alle imprese per fare fronte alle difficoltà del periodo (i cosiddetti "Prestiti Covid")¹¹⁰. Per quanto possa apparire attraente, la riforma in materia non è però scevra di rischi e per questo particolarmente invisiva ai soci di minoranza. Quale che sia la strada che si vuole percorrere per dare uniformità al nostro ordinamento rispetto a soluzioni già presenti in altri paesi, non si può non dare ascolto alle notevoli preoccupazioni degli azionisti di minoranza e di quanti, non considerando questa la panacea di tutti i mali, sostengono con forza la necessità di bilanciare un'eventuale introduzione dell'istituto con un'adeguata

¹⁰⁸ *Ibid.*

¹⁰⁹ https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power_quadro_normativo.html

¹¹⁰ <https://bebeez.it/files/2020/04/Trasformazione-di-prestiti-Covid-19-in-SFP-finale.pdf>

previsione di tutele per le minoranze. In realtà, alcune di queste sono già presenti nel nostro ordinamento. Come accennato in precedenza, la società è innanzitutto obbligata ad assumere la deliberazione di modifica dello statuto con le maggioranze rafforzate previste per l'assemblea straordinaria dagli articoli 2368 e 2369 c.c., deve riconoscere ai soci che non hanno concorso alla deliberazione la possibilità di recedere dalla società in relazione a tutte o anche solo a una parte delle azioni possedute (art. 2347-bis, c.c.) e, nel caso di emissione di nuove azioni a voto multiplo, deve riconoscere a tutti i soci il diritto di opzione previsto dall'art. 2441 del codice civile¹¹¹. Si tratta però anche dei cd. "diritti delle minoranze"¹¹², attribuiti dal codice civile agli azionisti che detengono una determinata percentuale del capitale sociale e non a quelli che posseggono una determinata percentuale dei diritti di voto.

Tuttavia, la Consob evidenzia che i diritti dei soci di minoranza potrebbero comunque essere rafforzati mediante ulteriori previsioni normative, quali: restrizioni all'utilizzo del voto plurimo in relazione a determinate delibere dell'assemblea dei soci o rispetto alle quali siano richieste maggioranze qualificate, l'introduzione di un limite al numero dei voti che possono essere attribuiti a ciascuna azione, l'obbligo di convertire le azioni a voto multiplo in azioni ordinarie al venir meno delle ragioni economiche che ne hanno giustificato l'introduzione¹¹³. Un'altra tematica su cui risulta necessario porre l'attenzione riguarda la sterilizzazione dei diritti di voto plurimi nell'ambito di un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA)¹¹⁴. Diversamente da quanto previsto dalla direttiva OPA 2004/25/CE¹¹⁵, l'art. 104-bis del TUF¹¹⁶ che disciplina la materia della cosiddetta "regola di neutralizzazione"

¹¹¹ <https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-x/art2441.html>

¹¹² Ad esempio il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea (Art. 2367, comma 1, c.c.), il diritto di richiedere il rinvio dell'assemblea stessa (Art. 2374 c.c.), il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide (art. 2377, comma 3, c.c.), il diritto di intraprendere l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori (art. 2393-bis c.c.), il diritto di ottenere che il collegio sindacale indaghi su fatti ritenuti censurabili (art. 2408, comma 2, c.c.), il diritto di denuncia al tribunale (art. 2409 c.c.) che il codice civile continua ad attribuire al possesso di una determinata soglia di capitale e non di diritti di voto.

¹¹³ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *Quaderni giuridici: La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, 2014.

¹¹⁴ Borsa Italiana S.p.A. definisce l'OPA come: "un'offerta rivolta al pubblico degli investitori e finalizzata all'acquisto di strumenti finanziari".

¹¹⁵ L'art. 11, parr. 3 e 4, prevede: "...[i] titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nell'assemblea generale che decide su eventuali misure di difesa conformemente all'articolo 9. 4. Quando, a seguito di un'offerta, l'offerente detiene il 75 % o più del capitale con diritto di voto, le eventuali restrizioni al trasferimento di titoli e ai diritti di voto di cui ai paragrafi 2 e 3 e qualsiasi diritto straordinario degli azionisti riguardante la nomina o la revoca di membri dell'organo di amministrazione previsto nello statuto della società emittente non vengono applicati; i titoli a voto plurimo conferiscono soltanto un voto nella prima assemblea generale che segue la chiusura dell'offerta, convocata dall'offerente per modificare lo statuto societario o revocare o nominare i membri dell'organo di amministrazione".

¹¹⁶ Dispositivo dell'art. 104-bis, TUF: 1. Fermo quanto previsto dall'articolo 123, comma 3, gli statuti delle società italiane quotate, diverse dalle società cooperative, possono prevedere che, quando sia promossa un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto i titoli da loro emessi si applichino le regole previste dai commi 2 e 3. 2. Nel periodo di adesione all'offerta non hanno effetto nei confronti dell'offerente le limitazioni al trasferimento di titoli previste nello statuto né hanno effetto, nelle assemblee chiamate a decidere sugli atti e le operazioni previsti dall'articolo 104, le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali. Nelle medesime assemblee le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non si computano i diritti di voto assegnati ai sensi dell'articolo 127 quinquies. 3. Quando, a seguito di un'offerta di cui al comma 1, l'offerente venga a detenere almeno il settantacinque per cento del capitale con diritto di voto nelle deliberazioni riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, nella prima assemblea che segue la chiusura dell'offerta, convocata per modificare lo

non affronta il tema delle azioni a voto multiplo (in quanto non prevista dal nostro ordinamento) e rimette all'autonomia statutaria la scelta circa l'applicabilità di tale regola. Sempre secondo la Consob, nel momento in cui il nostro ordinamento dovesse riconoscere la fattispecie delle azioni a voto multiplo anche con riferimento società quotate, risulterebbe allora necessaria l'introduzione esplicita della regola della sterilizzazione dei voti multipli, in base a quanto previsto dalla direttiva OPA¹¹⁷.

Sempre al fine di evitare i rischi derivanti da un utilizzo opportunistico delle ricapitalizzazione dual-class, oltre all'applicazione di alcuni profili della disciplina prevista dall'art. 2441, commi 5 e 6¹¹⁸, dovrebbe essere previsto un divieto all'eventuale delega di tali operazioni agli amministratori e che la relativa delibera non potesse essere assunta in presenza del voto contrario di una minoranza di soci che rappresenti almeno il 10% capitale sociale avente diritto di voto nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (il cosiddetto meccanismo del *whitewash*).

Un altro modo per limitare i rischi associati all'introduzione delle azioni a voto multiplo potrebbe essere quello di accompagnare l'emissione con delle *sunset clause* che prevedano, al ricorrere di determinate circostanze, la conversione automatica delle azioni a voto multiplo in azioni ordinarie¹¹⁹. Esistono fondamentalmente tre tipi di *sunset clause* [Bebchuk e Kasiel (2017)], sebbene la ricerca di nuove alternative sia tutt'ora in corso [Winden (2018)]. Si parla di *time-based sunset* quando, al decorrere di un determinato intervallo di tempo generalmente stabilito al momento della quotazione, le azioni a voto multiplo si convertono in azioni ordinarie. Al riguardo, il

statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, le azioni a voto plurimo conferiscono soltanto un voto e non hanno effetto: a) le limitazioni al diritto di voto previste nello statuto o da patti parasociali; b) qualsiasi diritto speciale in materia di nomina o revoca degli amministratori o dei componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza previsto nello statuto. b-bis) le maggiorazioni di voto spettanti ai sensi dell'articolo 127 quinquies. 4. Le disposizioni di cui ai commi 2 e 3 non si applicano alle limitazioni statutarie al diritto di voto attribuito da titoli dotati di privilegi di natura patrimoniale. 5. Qualora l'offerta di cui al comma 1 abbia avuto esito positivo, l'offerente è tenuto a corrispondere un equo indennizzo per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito dai titolari dei diritti che l'applicazione delle disposizioni di cui ai commi 2 e 3 abbia reso non esercitabili, purché le disposizioni statutarie o contrattuali che costituiscono tali diritti fossero efficaci anteriormente alla comunicazione di cui all'articolo 102, comma 1. La richiesta di indennizzo deve essere presentata all'offerente, a pena di decadenza, entro novanta giorni dalla chiusura dell'offerta ovvero, nel caso di cui al comma 3, entro novanta giorni dalla data dell'assemblea. In mancanza di accordo, l'ammontare dell'indennizzo eventualmente dovuto è fissato dal giudice in via equitativa, avendo riguardo, tra l'altro, al raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta. 6. L'indennizzo di cui al comma 5 non è dovuto per l'eventuale pregiudizio patrimoniale derivante dall'esercizio del diritto di voto in contrasto con un patto parasociale, se al momento dell'esercizio del diritto di voto è già stata presentata la dichiarazione di recesso di cui all'articolo 123, comma 3. 7. Restano ferme le disposizioni in materia di poteri speciali di cui all'articolo 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, e successive modificazioni, e in materia di limiti di possesso azionario e al diritto di voto di cui all'articolo 3 del medesimo decreto-legge.

¹¹⁷ S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D'Eramo, N. Linciano, *Quaderni giuridici: La deviazione dal principio "un'azione – un voto" e le azioni a voto multiplo*, 2014.

¹¹⁸ "Attestazione di un interesse sociale specifico all'uso delle azioni a voto multiplo, relazione degli amministratori sul tema e parere di congruità del prezzo da parte dell'organo di controllo".

¹¹⁹ http://www.salvisjuribus.it/la-deviazione-dal-principio-unazione-un-voto-e-le-azioni-a-voto-plurimo-nel-nuovo-decreto-rilancio/#_ftn1

Council of Institutional Investors (CII) raccomanda che tale intervallo non sia superiore a 7 anni¹²⁰. Non è certamente un caso il fatto che, secondo lo studio condotto da Jackson (2018), trascorsi 7 anni dall'IPO, le azioni delle società che hanno adottato *sunset clause* di tipo *time based* mostrano risultati migliori rispetto a quelle senza tale clausola. Il concetto alla base della *time-based sunset clause* è quello di fornire al socio fondatore un periodo di tempo per poter garantire il successo del progetto imprenditoriale [Fisch e Solomon (2019)]. Al giungere della data prestabilita, la struttura proprietaria della società torna ad essere composta da una singola classe di azioni. Nelle *dilution sunset* invece la conversione si ha quando il numero di azioni a voto multiplo scende al di sotto una determinata percentuale del numero complessivo di azioni ordinarie. Un'altra forma di *sunset clause*, detta *event-driven sunset* prevede infine la conversione automatica delle azioni a voto plurimo detenute da una persona fisica in caso di decesso o incapacità dell'azionista. Nella maggior parte dei casi la conversione ha per oggetto le sole azioni detenute dal titolare interessato. In alcuni casi invece, alla morte del socio fondatore, le *event-driven sunset* comportano la cessazione dell'intera *dual-class share structure*. Negli ultimi anni c'è stato un aumento significativo del numero di società che hanno adottato *sunset clause* di tipo *time-based*: circa il 35% delle società quotate nel periodo che va dal 2010 al 2017, rispetto solo al 3% prima del 2010 [Winden (2018)].

120

Conclusione

Nel valutare l'opportunità di estendere anche alle società quotate la possibilità di emettere azioni a voto multiplo non si può prescindere dal ricordare il difficile momento che il nostro paese sta affrontando, uno scenario economico dei meno rassicuranti reso particolarmente allarmante dal protrarsi della situazione di emergenza causata dalla pandemia da Covid-19. In primo luogo, la possibilità di emettere azioni a voto plurimo rappresenterebbe un potente incentivo a dissuadere le società italiane quotate dal trasferirsi all'estero. Il vantaggio di una sua introduzione risulta ancor più evidente man mano che si fa sentire la necessità di difendere quegli ambiti di attività definiti di rilevanza strategica dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni da *takeover* di società estere portati avanti a prezzi scontati, affiancandosi come strumento meno invasivo al *Golden Power*. E' d'obbligo pensare, inoltre, che i poteri delle maggioranze preesistenti risulterebbero rafforzati se si dovesse procedere alla conversione in strumenti finanziari partecipativi dei prestiti concessi dalle banche alle imprese per fare fronte alle difficoltà del periodo (i cosiddetti "Prestiti Covid").

Per quanto possa apparire attraente, la riforma in materia non è però scevra di rischi e per questo particolarmente invisiva ai soci di minoranza. Quale che sia la strada che si voglia percorrere per dare uniformità al nostro ordinamento rispetto a soluzioni già presenti in altri paesi, non si può non dare ascolto alle notevoli preoccupazioni degli azionisti di minoranza e di quanti, non considerando questa la panacea di tutti i mali, sostengono con forza la necessità di bilanciare un'eventuale introduzione dell'istituto con un'adeguata previsione di tutele per le minoranze.

Bibliografia

- A. Alchian e H. Demsetz, “*Production, Information Costs, and Economic Organization*”. The American Economic Review, vol. 62, n. 5, pp. 777–795, 1972.
- A. Dyck e L. Zingales, “*Private Benefits of Control: An International Comparison*”, 2004.
- A. Gomes, “*Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects*”, 2002.
- A. Shleifer e R. W. Vishny, “*Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments*”. Journal of Financial Economics, vol. 25, n. 1, 123-139, 1989.
- A.P. Ljungqvist, V. Nanda V. e R. Singh, “*Hot Markets, Investor Sentiment, and IPO Pricing*”. Journal of Business, n. 79, pp. 1667-1702, 2006.
- B. Zider, “*How venture capital works*”. Harvard Business Review, 1998.
- B.R. Fuller e V. Janjigian, “*The Over-allotment option and Equity Financing Flotation Costs: an Empirical Investigation In Financial Management*”, pp. 24-32, 1987.
- Borsa Italiana, “*Quotarsi in borsa. La nuova segmentazione dei Mercati di Borsa Italiana.*”, 2001
- D. P. Baron e B. Holmström, “*The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem*”. Journal of Finance, vol. 35, n. 5, pp. 1115–1138, 1980.
- D. P. Baron, “*A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues*”. Journal of Finance, pp. 955-976, 1982.
- E. Boehmer, G. Sanger, S. Varshney e M. Lewis, “*The effect of consolidated control on firm performance: The case of dual-class IPOs*”, 1995.
- E. F. Fama e M. C. Jensen “*Separation of Ownership and Control*”. Journal of Law and Economics, vol. 26, 1998.
- F. Allen e G. R. Faulhaber “*Signalling by underpricing in the IPO market*”. Journal of Financial Economics, vol. 23, n. 2, pp. 303-323, 1989.
- F. Derrien e K. Womack, “*Auctions vs. Book-Building and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets*”. The Review of Financial Studies, 2003, vol. 16, n. 1, pp. 31–61.
- F. Luvisotti, “*Multiple voting shares nelle società quotate: Italia e Stati Uniti a confronto*”, 2018.
- F. Modigliani e M. Miller, “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”. The American Economic Review, vol. 48, n. 3, pp. 261-297, 1958.
- G. A. Jarrell e A. B. Poulsen, “*Dual-class recapitalization as antitakeover mechanism*”. Journal of Financial Economics, pp. 129-152, 1988.

- G. Forestieri, “*Corporate & investment banking*”. Egea, 2015.
- H. DeAngelo e L. DeAngelo, “*Managerial ownership of voting rights: A study of public corporations with dual classes of common stock*”. *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n. 1, pp. 33-69, 1985.
- J. Draho, “*The IPO Decision: Why and how Companies Go Public*”, 2004.
- J. E. Fisch e S. D Solomon, “*The Problem of Sunsets*”, 2019.
- J. Kristie, “*Dual-Class Stock: Governance at the Edge*”. *Directors & Boards*, 2012.
- J. R. Ritter, “*Initial Public Offerings*” 1998.
- J. Seligman, “*Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy*”, 1986.
- K. Lehn, J. Netter e A. Poulsen, “*Consolidating corporate control: Dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts*”. *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n. 2, pp. 557-580, 1990.
- K. Rock, “*Why new issues are underpriced*”. *Journal of Financial Economics*, pp. 187-212, 1986.
- L. A. Bebchuk e K. Kastiel. “*The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*” *Virginia Law Review*, vol. 103, n. 4, pp. 585–630, 2017.
- L. A. Bebchuk et al. “*The long-term effects of hedge fund activism*”. *Columbia Law Review*, vol. 115, n. 5, pp. 1085–1155, 2015.
- L. A. Bebchuk, “*The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*”. *Columbia Law Review*, vol. 113, n. 6, pp. 1637-1694, 2013.
- L. Page e S. Brin, “*Letter from the Founders*”. *Wall St. J.*, 2004.
- L. Pastor e P. Veronesi, “*Rational IPO Waves*”. *Journal of Finance*, n. 60, pp. 1713-1757, 2005.
- L. Picker e S. Mamudi, “*Alibaba Picks New York Stock Exchange for IPO*”. *Bloomberg*, 2014.
- Lai, Hugo e R. Xing. “*What explains IPO underpricing across countries? The Influence of Country Characteristics on the IPO Underpricing Anomaly.*”, 2018.
- M. Bigelli e V. Mehrotra, “*Private and Social Benefits in Dual Class Share Unification—Evidence from Italy*”, 2005.
- M. Bigelli, V. Mehrotra e P. Raghavendra Rau, “*Why are shareholders not paid to give up their voting privileges? Unique evidence from Italy*”. *Journal of Corporate Finance*, vol. 17, n. 5, pp. 1619-1635, 2011.
- M. C. Jensen e R. S. Ruback, “*The market for corporate control: The scientific evidence*”. *Journal of Financial Economics*, pp. 5-50, 1983.
- M. M. Partch, “*The creation of a class of limited voting common stock and shareholder wealth*”. *Journal of Financial Economics*, vol. 18, n. 2, pp. 313-339, 1987.

- M. Pagano, F. Panetta e L. Zingales, “*Why do Companies go public? An Empirical Analysis*”. The Journal of Finance, vol. 1, n. 1, 27-38, 1998.
- N. D. Baxter, “*Leverage, risk of ruin and cost of capital*”, 1967.
- N. M. Boyson e R.M. Mooradian, “*Corporate governance and hedge fund activism*”, pp. 169–204, 2011.
- PricewaterhouseCoopers LLP, “*Roadmap for an IPO. A guide to going public*”, 2013.
- R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen e S. Sandri, “*Principi di finanza aziendale*”. McGraw-Hill Education 2020.
- R. G. Ibbotson e J. Jaffe, “*Hot issue markets*”. Journal of Finance, vol. 30, n. 4, pp. 1027–1042, 1975.
- R. G. Rajan e J. Wulf, “*The Flattening Firm: Evidence from Panel Data on the Changing Nature of Corporate Hierarchies*”. The Review of Economics and Statistics, vol. 88, n. 4, pp. 759-773, 2006.
- R. G. Rajan e L. Zingales, “*What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*”, 1995.
- R. J. Gilson, “*Evaluating Dual Class Common Stock: The Relevance of Substitutes*”, 1987.
- R. S. Ruback, “*Do Target Shareholders Lose in Unsuccessful Control Contests?*”, pp. 137-156, 1988.
- S. Alvaro, A. Ciavarella, D. D’Eramo e N. Linciano, “*Quaderni giuridici: La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*”, 2014.
- S. B. Scott, R. S. Thirumalai e C. J. Zutter, “*What's in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values*”, 2006.
- S. Fabrizio e M. Samà, “*Gli IPO sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell’Underpricing e della long-run underperformance*”. Quaderni di Finanza n.44, Consob, 2001.
- S. Hauser e B. Lauterbach, “*The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual Class Stock Unifications*”, 2004.
- S. Lombardo, “*Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*”. Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè Editore, 2011.
- S. W. Bauguess, M. B. Slovin e M. E. Sushka, “*Large Shareholder Diversification, Corporate Risk Taking, and the Benefits of Changing to Differential Voting Rights*”. Journal of Banking & Finance, vol. 36, n. 4, 2011.
- S.J. Grossman e O. D. Hart, “*One share-one vote and the market for corporate control*”. Journal of Financial Economics, vol. 20, pp. 175-202, 1988.
- T. J. Jenkinson e A. Ljungqvist, “*Going public: the theory and evidence on how companies raise equity finance*”. Oxford University Press, 2001.
- T. Jenkinson e A. Ljungqvist. “*Going public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance.*”, 2001.

- T. Loughran e J. R. Ritter, “*Why has Ipo underpricing changed over time?*”. *Financial Management*, pp. 5-37, 2004.
- T. Wen, “*You Can't Sell Your Firm and Own It Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies from Listing on the Securities Exchanges*”, 2014.
- V. Baulkaran, “*A Quiet Revolution in Corporate Governance: An Examination of Voluntary Best Practice Governance Policies*”, 2013.
- Y. Allaire, “*The Case for Dual-Class of Shares*”, 2018.
- Z. Bodie, A. Kane e A. Marcus, “*Essentials of Investments*”. McGraw-Hill Education, 2018.
- Z. Condon, “*A Snapshot of Dual-Class Share Structures in the Twenty-First Century: A Solution to Reconcile Shareholder Protections with Founder Autonomy*”. 68 *Emory L. J.*, 2018.

Sitografia

<http://online.wsj.com/articles/alibaba-to-set-ipo-price-range-at-60-66-a-share-1409946492?KEYWORDS=alibaba>

<http://www.businesswire.com/news/home/20060418005896/en/MSIMs-Global-Franchise-Investment-Program-Announces-Withhold>

http://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2014/03_27_14_CII_letter_to_NYSE_one_share_one_vote.pdf

http://www.consob.it/documents/46180/46181/c20200508_5.pdf/ae570ed-4165-4863-881a-d01ebf37ebd2

http://www.salvisjuribus.it/la-deviazione-dal-principio-unazione-un-voto-e-le-azioni-a-voto-plurimo-nel-nuovo-decreto-rilancio/#_ftnref1

http://www.salvisjuribus.it/la-deviazione-dal-principio-unazione-un-voto-e-le-azioni-a-voto-plurimo-nel-nuovo-decreto-rilancio/#_ftn1

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312504073639/ds1.htm>

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312512034517/d287954ds1.htm>

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1490281/000104746911005613/a2203913zs-1.htm>

<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1490281/000104746911005613/a2203913zs-1.htm>

<http://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001577552&owner=include&count=40>

<https://bebeez.it/files/2020/04/Trasformazione-di-prestiti-Covid-19-in-SFP-finale.pdf>

<https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/05/sp-and-ftse-russell-on-exclusion-of-companies-with-multi-class-shares/>

https://ecgi.global/sites/default/files/final_report_en.pdf

<https://fchub.it/un-varo-difficile-per-fincantieri/>

https://research.ftserussell.com/products/downloads/FTSE_Russell_Voting_Rights_Consultation_Next_Steps.pdf

<https://site.warrington.ufl.edu/ritter/ipo.data/>

https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power__quadro_normativo.html

<https://www.aifi.it/private-equity-venture-capital/disinvestimento/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bookbuilding.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/due-diligence.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-sottoscrizione.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita.html>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/offerta-pubblica-di-vendita-e-sottoscrizione.html>

<https://www.brocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/capo-v/sezione-x/art2441.html>

https://www.cii.org/dualclass_stock

<https://www.investopedia.com/ask/answers/021615/what-difference-between-berkshire-hathaways-class-and-class-b-shares.asp>

https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Voting_Rights_Adjusted_Indexes_Methodology_May2019.pdf

<https://www.theatlantic.com/business/archive/2013/05/facebook-one-year-later-what-really-happened-in-the-biggest-ipo-flop-ever/275987/>