



Dipartimento di Economia
e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

Azioni a voto condizionato:
tra disciplina societaria e impatto
sulla valutazione d'impresa

Prof. Salvatore Loproieto

Relatore

Francesco Tassotti

Candidato

Anno Accademico 2024/2025

INDICE

INTRODUZIONE	2
1. LE AZIONI: CARATTERI GENERALI E INQUADRAMENTO GIURIDICO-FINANZIARIO	4
<i>1.1 Nozione e aspetti generali</i>	4
<i>1.2 Diritti amministrativi e patrimoniali</i>	5
<i>1.3 Categorie speciali di azioni</i>	7
<i>1.4 Breve cenno alla rilevanza finanziaria</i>	11
2. IL VOTO CONDIZIONATO: FONDAMENTO NORMATIVO E CONFRONTO CON ALTRE STRUTTURE NON CONVENZIONALI	13
<i>2.1 Definizione e caratteristiche</i>	13
<i>2.2 Condizioni sospensive e criticità</i>	14
2.2.1. <i>Segue. Categorie di condizioni nella prassi</i>	15
2.2.2. <i>Segue. I downsides della condizione</i>	18
<i>2.3 Finalità e ammissibilità nell'ordinamento giuridico italiano</i>	19
2.3.1. <i>Segue. Le finalità</i>	20
2.3.2. <i>Segue. Quesiti di ammissibilità</i>	21
<i>2.4 Confronto con altre strutture e ordinamenti</i>	23
2.4.1 <i>Segue. Strutture a doppia classe</i>	23
2.4.2 <i>Segue. I poteri speciali dello Stato</i>	25
3. IMPATTO SULLA VALUTAZIONE AZIENDALE	28
3.1 Modelli per la valutazione delle azioni e d'impresa	28
3.1.1 <i>Segue. Il prezzo di un'azione</i>	28
3.1.2 <i>Segue. La valutazione globale d'impresa</i>	30
3.1.3 <i>Segue. Considerazioni sul beneficio del premio al voto</i>	31
3.2 <i>Analisi empirica del valore del diritto di voto: Il “vote premium”</i> ..	32
3.2.1. <i>Segue. Il contingent claims approach</i>	33
3.2.2. <i>Segue. Il modello aggiustato per la condizione</i>	35
3.2.3. <i>Segue. La verifica empirica</i>	35
3.2.4. <i>Segue. Analisi e lettura dei risultati</i>	37
3.3 <i>Effetti sul costo medio ponderato del capitale</i>	39

3.3.1. <i>Segue</i> . Strutture di voto e fattori del CAPM	39
3.3.2. <i>Segue</i> . Possibili interpretazioni	42
3.4 <i>Risvolti sulle operazioni di finanza straordinaria (IPO, M&A)</i>	43
3.4.1. <i>Segue</i> . IPO	43
3.4.2. <i>Segue</i> . M&A	45
CONCLUSIONI	48
BIBLIOGRAFIA	50
SITOGRAFIA	53

INTRODUZIONE

Il tema delle strutture di voto atipiche necessita di importanti riflessioni in ambiti variegati, quali legittimità, governance aziendale e valutazione di impresa. Gli organi di controllo delle società per azioni, con il vigente quadro normativo, tendono sempre più a modificare le regole statutarie per favorire l'introduzione di meccanismi alternativi, con l'obiettivo di trovare un bilanciamento fra le esigenze principali di azionariato e stakeholder.

Con il presente elaborato, si intende fornire tutti gli elementi necessari al lettore per sviluppare una propria analisi critica del fenomeno delle azioni a voto condizionato. Tale analisi ha inizio con una vera e propria literature review, con la definizione del concetto di "azione", della sua funzione, di quali diritti essa conferisca al suo titolare, fornendo anche un quadro delle diverse categorie speciali esistenti.

Chiariti i concetti alla base, è necessario introdurre e approfondire il tema della condizione dal punto di vista del diritto commerciale. Nello specifico, verranno illustrate le possibili condizioni statutarie previste per l'esercizio del voto. In seguito, si cercherà di analizzare criticità e legittimità dell'istituto, nonché produrre un confronto con altre strutture di voto atipiche. Il fil rouge di questo capitolo permetterà anche molto spesso di toccare e comprendere implicazioni legate alla governance, in particolare in merito ai nuovi equilibri e giochi di potere che la condizione può formare all'interno delle assemblee.

Nell'ultima sezione il focus dell'analisi si sposterà verso l'ambito finanziario-aziendale, dapprima fornendo una rapida panoramica dei metodi più usati per la stima del valore del prezzo di un'azione e del valore dell'azienda. Questo servirà per riuscire poi a comprendere l'impatto del voto condizionato su tale valore, sia analizzando il cambiamento del WACC, ma anche sviluppando un modello da cui prenderà avvio un'analisi empirica che stima il premio al voto. Infine, si cercherà un approccio alla realtà, studiando i riflessi sulla riuscita di operazioni straordinarie.

1. LE AZIONI: CARATTERI GENERALI E INQUADRAMENTO GIURIDICO-FINANZIARIO

1.1 Nozione e aspetti generali

Le azioni sono le quote di partecipazione dei soci nella società per azioni. Caratterizzate dai tratti di omogeneità e standardizzazione, esse sono rappresentate da documenti (i cosiddetti titoli azionari), che sono liberamente trasferibili e circolano secondo la disciplina dei titoli di credito.

Il codice stabilisce che il capitale sociale sottoscritto è diviso in un numero predeterminato di azioni di identico valore nominale, ciascuna delle quali attribuisce identici diritti nella società e verso la società. La singola azione rappresenta perciò nel contempo la minima unità di partecipazione al capitale sociale e l'unità di misura dei diritti sociali. Se più soggetti diventano titolari di un'unica azione devono nominare un rappresentante comune per l'esercizio dei diritti verso la società (art. 2347)¹. Ne consegue che in Italia, la singola azione è indivisibile. Vale la pena comunque sottolineare che altri sistemi regolatori, ad esempio quello USA, prevedono la possibilità di mantenere e scambiare frazioni di azioni (fractional shares), con l'obiettivo primario di facilitare al pubblico l'investimento in azioni divenute ormai troppo costose. Vi è poi il principio di autonomia di ogni azione quale frazione separata del capitale: da ciò discende che anche un singolo socio può considerarsi titolare di più partecipazioni distinte, una per ogni azione posseduta.

Queste specifiche – indivisibilità, uguaglianza, autonomia e libera circolazione – fanno in modo che l'azione sia lo strumento standard più utilizzato dalle società odierne per l'investimento nel capitale sociale, rendendo più semplice sia la raccolta del capitale sia il pronto disinvestimento dei sottoscrittori.

Si definisce valore nominale (o di emissione) delle azioni la parte del capitale sociale da ciascuna rappresentata espressa in cifra monetaria². Tuttavia, la nuova disciplina ha

¹ Campobasso, G.F. (2022). Manuale Di Diritto Commerciale: Ottava edizione a cura di Mario Campobasso, Milano, pp. 197

² Ibidem.

introdotto la possibilità di emettere azioni senza indicazione del valore nominale (art.2346, comma 2), a patto che non vi sia presenza contemporanea di azioni con e senza valore nominale in capitale sociale. Vale inoltre la regola che in nessun caso le azioni possono essere emesse complessivamente per somma inferiore al loro valore nominale (art.2346, comma 5), al fine di evitare la formazione di capitale sociale solo apparente. L'emissione con sovrapprezzo è al contrario possibile e, anzi, addirittura obbligatoria quando viene escluso o limitato il diritto di opzione degli azionisti sulle azioni di nuova emissione (art.2441, comma 6). Inoltre, il valore nominale rimane invariato nel tempo e può essere alterato solo mediante operazioni sul capitale (es: raggruppamento o frazionamento di azioni in caso di aumento o riduzione del capitale)

È necessaria una piccola parentesi, inoltre, per chiarire che il concetto di valore di emissione va tenuto distinto dal valore di bilancio e dal valore di mercato. Il valore di bilancio si ricava dividendo il patrimonio netto della società per il numero di azioni ed è soggetto nel tempo a variazioni date dalle vicende economiche della società. Per valore di mercato (o valore reale), invece, si indica il prezzo di scambio delle azioni nello specifico giorno, ed è considerato più adatto ad esprimere il valore effettivo delle stesse, dato che su di esso incidono anche le prospettive economiche future della società. Particolare attenzione merita infine anche la disciplina dei pacchetti azionari. Essi hanno un proprio specifico valore, soprattutto se garantiscono una partecipazione di controllo al titolare, maggiore della somma dei valori delle singole azioni da cui sono formati. Ciò ne impone una considerazione unitaria e separata, per lo meno in sede di valutazione³.

1.2 Diritti amministrativi e patrimoniali

Assunto il quadro normativo alla base della disciplina, così come sopra brevemente riassunto, è necessario venire a parlare dei diritti di cui gode il titolare di questi strumenti finanziari partecipativi, al fine di comprendere tutte le implicazioni e gli sviluppi che si avranno in seguito nella trattazione. In particolare, ogni azione attribuisce un complesso

³ Campobasso, G.F. (2022). Manuale Di Diritto Commerciale: Ottava edizione a cura di Mario Campobasso, Milano, pp. 199

unitario di diritti e poteri di natura amministrativa, di natura patrimoniale e anche a contenuto complesso amministrativo e patrimoniale.

A priori, è necessario soffermarsi su una caratteristica fondamentale, ossia l'uguaglianza dei diritti. L'art. 2348, comma 1 stabilisce che le azioni "attribuiscono ai loro possessori uguali diritti". Va tuttavia compreso che si tratta di uguaglianza relativa e non assoluta e inoltre di uguaglianza oggettiva e non soggettiva⁴. Ma cosa si intende quando ci si riferisce a uguaglianza relativa? Per comprendere meglio il concetto, si rimanda al paragrafo successivo, ma per ora ci basti sapere che il legislatore ha previsto la possibilità di creare tipologie di azioni fornite di diritti diversi (art. 2348, comma 2)⁵. Con disuguaglianza soggettiva degli azionisti si intende che, nonostante ciascuna azione attribuisca lo stesso numero e tipologie di diritti, si può avere diversa distribuzione di potere all'interno della società, tra chi per esempio è titolare di cento azioni e quindi di cento voti, rispetto a chi è titolare di una sola azione e quindi di un solo voto.

Tra i diritti amministrativi fondamentali c'è in primo luogo sicuramente il diritto di voto, attraverso il quale l'azionista esercita funzione di indirizzo e di controllo della società. Il Codice civile ci dice che, salvo diversa pattuizione statutaria, ad ogni azione corrisponde un voto nelle deliberazioni assembleari. Tale principio è perfettamente legittimo e giusto, e si lega al modello di democrazia proporzionale delle S.p.a., per il quale ogni socio ha voce in capitolo sulle proposte assembleari in misura direttamente proporzionale alla propria partecipazione. Il virgolettato "salvo diversa pattuizione statutaria", che ci conviene dal Codice, sottintende la possibilità di deroghe a questo principio attraverso la creazione di categorie speciale di azioni, che saranno alla base di questo elaborato e che saranno analizzate nel dettaglio nei prossimi capitoli.

Si annoverano quali altri diritti amministrativi fondamentali il diritto di impugnazione delle delibere invalide, istituto fondamentale a difesa anche delle minoranze, essendo esercitabile da chiunque abbia un interesse (art. 2377). Quali altri strumenti di essenziale democrazia aziendale non si può non citare il diritto di intervento in assemblea (art. 2370)

⁴ Pollastro, I. (2021). Il voto condizionato nella società di capitali. Giuffrè Editore.

⁵ Italia. (1942). Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262 – Approvazione del testo del Codice Civile.

e il diritto di denuncia al collegio sindacale, nei casi di fondata irregolarità nella gestione (art. 2409).

In misura complementare e parallela ai diritti decisionali, troviamo i diritti patrimoniali, che hanno natura economica e vincolata all'andamento della società. Il diritto patrimoniale principe è quello agli utili (art. 2350), secondo il quale ogni azione dà diritto a una proporzione degli utili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e appositamente destinato alla distribuzione. Tale principio si sostanzia attraverso il concetto di dividendo, la cui distribuzione non è però obbligatoria, essendo possibile procedere ad accantonamento o a reinvestimento degli utili. Altro diritto patrimoniale essenziale è quello alla quota di liquidazione (art. 2437 – quater), che si applica in situazioni di scioglimento per causa naturale, per situazioni di crisi d'impresa o in operazioni straordinarie di fusione e scissione. Tale articolo contiene le modalità attraverso le quali deve avvenire la liquidazione, così come le regole che disciplinano la determinazione del valore della quota spettante all'azionista.

L'esempio più lampante di diritto a doppia natura amministrativa-patrimoniale è quello di opzione (art. 2441), la cui ratio risiede nella volontà di lasciare agli azionisti la possibilità di mantenere la propria quota invariata in percentuale, in seguito a una delibera di aumento del capitale sociale reale. Tale diritto pone l'obbligo alle società di offrire in misura prioritaria le azioni di nuova emissione ai soci entro un termine stabilito (massimo trenta giorni dal deposito dell'offerta nel registro delle imprese). È facile intuire da ciò, cosa si intende per tali diritti a natura complessa. Come nel caso preso sopra in esame del diritto di opzione, esso mira a proteggere sia la funzione patrimoniale del diritto agli utili in misura proporzionale, che il diritto di voto in egual misura, tutelando la posizione di governance del singolo azionista.

1.3 Categorie speciali di azioni

In precedenza, è stato introdotto il principio generale di uguaglianza ex. Art 2348, comma 1. Tale norma stabilisce che ciascuna categoria azionaria attribuisce al titolare un complesso unitario di diritti e poteri, di contenuto identico a quelli che possiede il titolare della medesima categoria di azioni.

Tuttavia, si era sottolineato come questa uguaglianza fosse da intendersi come relativa e non assoluta e il motivo sta nel fatto che l'ordinamento lascia larga libertà all'autonomia statutaria riguardo alla creazione di speciali categorie di azioni, garanti di diritti differenti da quelli ordinari. L'art. 2348, comma 2 stabilisce, infatti, che "lo statuto può prevedere categorie di azioni fornite di diritti diversi, anche in ordine all'attribuzione degli utili o alla partecipazione alle perdite". La presenza di categorie speciali di azioni comporta una modifica nell'organizzazione interna della società, per la contemporanea presenza di diversi gruppi di azionisti con interessi parzialmente non coincidenti, situazione che talvolta può portare a problemi di governance. Ciò nonostante, il legislatore introducendo questa possibilità ha voluto rispondere alle esigenze del mercato e degli azionisti, permettendo alle società di variare la propria struttura del capitale in relazione alle necessità operative.

Alcune categorie speciali di azioni sono espressamente previste e regolate dal Codice civile. Si procede quindi ad una carrellata riassuntiva dei concetti fondamentali che fungono da principio per ogni singola fattispecie.

-Azioni senza diritto di voto e con voto limitato: L'attuale disciplina si è mossa verso un quadro più permissivo a riguardo di azioni senza diritto di voto, o con voto limitato a specifici argomenti, attraverso la riforma del 2003 con il comma 1 e 2 dell'art. 2351⁶. La ratio legis risiede nella necessità di favorire la raccolta di capitale senza ampliare eccessivamente la base decisionale, evitando quindi il rischio che si disperda. Tuttavia, tali tipologie di azioni non possono superare complessivamente la metà del capitale sociale in modo da evitare un'eccessiva concentrazione di potere nelle mani degli azionisti a voto pieno. Per quanto riguarda le azioni senza voto, la norma non prevede più la necessità di bilanciare la soppressione del diritto di voto con dei benefici patrimoniali in favore dell'azionista. Inoltre, il voto può essere limitato per argomenti, a prescindere dalla tipologia (ordinaria o straordinaria) dell'assemblea, purché si tratti di argomenti sufficientemente determinanti nello statuto (ad esempio, approvazione del bilancio e determinate delibere volte a modificare l'atto costitutivo). Tale soluzione è utilizzata soprattutto in situazioni di M&A, per configurare un cosiddetto governo "a doppio

⁶ Italia. (1942). Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 262 - Approvazione del testo del Codice Civile. Art. 2351.

livello”, dando vita a un framework che bilancia maggiormente gli interessi di investitori con quelli dei soggetti realmente interessati al controllo societario (si rimanda al capitolo tre per ulteriori approfondimenti).

-Azioni a voto plurimo e voto maggiorato: La riforma del 2003 aveva mantenuto il divieto di emettere azioni a voto plurimo. Tuttavia, questo limite è stato attenuato attraverso il Decreto Competitività⁷ (Decreto Legislativo 24 giugno 2014, n. 91), convertito poi nella legge 11 agosto 2014, n. 116 ed è possibile ora distinguere tra società non quotate, che possono emettere azioni di questo genere che attribuiscono un massimo di tre voti, e società quotate, le quali invece non possono prevederne l’emissione⁸. Per contro, le società quotate possono riconoscere per statuto una maggiorazione del voto ai soci di lungo periodo, vale a dire quelli titolari di azioni da non meno di ventiquattro mesi, fino a un massimo di due voti per ciascuna azione continuativamente posseduta per il periodo appena menzionato. Inoltre, se il socio aliena le sue azioni, la maggiorazione del voto si perde senza trasmettersi all’acquirente. A tutte le società è infine consentito di prevedere statutariamente che il diritto di voto sia limitato a una misura massima (ad esempio ogni azione attribuisce al titolare un voto fino al 10% del capitale sociale, dopodiché cessano le azioni di attribuire voti), oppure l’introduzione del voto scalare (ad esempio fino al 10% ogni azione attribuisce un solo voto, dal 10% al 20% un voto ogni 2 azioni).

-Azioni privilegiate: Questa fattispecie speciale prevede letteralmente l’attribuzione al titolare di un diritto di preferenza su benefici patrimoniali, come possono essere gli utili o il rimborso del capitale al momento dello scioglimento della società per esempio. Nessuna disciplina specifica è comunque dettata per quanto riguarda natura e misura del privilegio, lasciando quindi ampia libertà allo statuto di dare vita alle forme più variegate. Unico limite al quale si va incontro nella creazione di questa tipologia di shares è il divieto di patto leonino (art. 2265). Esso recita: “è posto divieto al patto con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite”.

⁷ Legge 11 agosto 2014, n. 116. (2014). Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 24 giugno 2014 n. 91, recante disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l’efficienza energetica (cd. “Decreto Competitività”).

⁸ Tombari, U. (2016). Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto. Giappichelli.

-Azioni correlate: Una aggiuntiva configurazione prevista dalla legge ammette la creazione di azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale di un determinato settore, ad esempio un ramo operativo. L'art. 2350, comma 2 prevede che lo statuto debba stabilire i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria. La ratio risiede nell'esigenza di attrarre investitori che vogliono puntare solo su una specifica divisione o Industry in cui l'azienda opera, senza perdere la possibilità di ottenere fondi da questi soggetti. In ogni caso, ai possessori di azioni correlate non possono essere corrisposti dividendi in misura superiore agli utili risultanti dal bilancio generale della società. Per questo motivo, se si registrano perdite anziché utili, i titolari di queste azioni a nulla avranno diritto.

-Le azioni di risparmio: questa particolare categoria, oggi regolata dagli articoli 145-147 del TUF (testo unico sulla finanza)⁹, può essere emessa solamente da società quotate in mercati regolamentati e non possono eccedere la metà del capitale sociale. Esse sono in genere rivolte a quei risparmiatori che sono interessati solamente a detenere diritti patrimoniali, anche maggiori di quelli delle azioni ordinarie, ma non sono al contempo entusiasti all'idea di amministrare in alcun modo la società

Strettamente derivante dalle stesse novità introdotte con la riforma del 2003 è la possibilità di introdurre *azioni a voto condizionato*. Esse sono strutture molto più flessibili, solo generalmente tipizzate dal codice e per lo più desumibili dalla prassi interpretativa, che trovano spazio nell'autonomia statutaria. In ragione di tale versatilità, queste si pongono in posizione mediale tra la totale privazione del voto e il riconoscimento di un voto pieno. Perciò, queste azioni si presentano come al di fuori delle sopracitate fattispecie di attribuzione del voto in misura non proporzionale: se infatti le azioni a voto plurimo, così come quelle senza voto, nascono e muoiono rimanendo tali per tutta la "vita", l'azione a voto condizionato può, invece, essere soggetta a variazioni nella misura del diritto di voto, senza che la sua catalogazione si modifichi.

⁹ Italia. (1998). Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

1.4 Breve cenno alla rilevanza finanziaria

Si vuole rapidamente ora mettere in guardia il lettore sul fatto che le strutture dei diritti di voto hanno le loro implicazioni più rilevanti dal punto di vista finanziario. Infatti, se è pur vero che il quadro normativo che è stato tracciato nei precedenti paragrafi è senz'altro importante, poiché funge da cornice, da framework al quale ogni società si deve conformare per operare nei mercati finanziari, è però successivamente fondamentale porsi domande più tecniche riguardo a questi strumenti, nella sostanza immateriali, attorno ai quali ruotano i risparmi del pubblico e talvolta intere economie.

In primis, l'assetto dei diritti di voto ha effetti sulla governance dell'impresa¹⁰, come già leggermente accennato in precedenza. Essa si definisce come l'insieme delle regole, informali e formali, che regolano le modalità attraverso le quali vengono prese le decisioni, la conflittualità degli interessi degli azionisti e i criteri di selezione dei gestori. Nella pratica, si può comprendere come strutture di voto tipiche (azioni ordinarie) garantiscano pari opportunità di intervento e di influenza agli shareholders, favorendo contendibilità al comando e partecipazione diffusa. Al contrario, una società ricca di azioni con strutture chiuse o al contrario rafforzate (azioni senza voto, voto condizionato o a voto plurimo) tende a giovare a grandi holding di controllo con potenti mezzi finanziari a discapito delle minoranze risparmiatrici. Investitori istituzionali e fortemente influenzati da tematiche ESG si dimostrano riluttanti all'idea di comprare azioni in società con meccanismi assembleari poco trasparenti e partecipativi, anche se alla base ci sono fondamentali (elementi economici, patrimoniali e finanziari) solidi.

Da questa maggiore possibilità di controllo concessa da strutture atipiche deriva ciò che è alla base del ragionamento che verrà impostato nei prossimi capitoli, cioè un necessario differenziale di valore economico tra azioni fornite di diritti diversi tra di loro. Il cosiddetto “premio di controllo (o control premium)” è proprio il delta prezzo che un investitore deve essere disposto a pagare per avere accesso a quelle azioni che danno maggiore potere di influenzare o determinare le decisioni strategiche dell'impresa. Soprattutto durante il processo d'asta in fase di vendita, in contesti di acquisizione o

¹⁰ Bianchi, L. A., & Cariello, V. (2017). Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto. Giappichelli.

fusione, i titolari di tali maggior diritti sono frequenti a negoziare per ottenere migliori condizioni rispetto agli azionisti ordinari.

Allo stesso tempo, l'assetto votante ha effetti anche sul rischio percepito da parte sia dei finanziatori, che degli investitori. Una compagine azionaria fondata da azioni subordinate a condizioni poco trasparenti o addirittura senza voto aumenta la centralizzazione e l'opacità, favorendo il fenomeno del rischio di agenzia. Questa situazione in cui i blocchi azionari di controllo e gli amministratori agiscono per i propri meri comodi porta sia a gravosi costi da sostenere (agency costs), sia quantitativamente ad aumenti del costo del capitale proprio e di debito, attraverso meccanismi che verranno analizzati in seguito.

Al contrario, un assetto flessibile può essere utilizzato per incentivare l'allineamento degli interessi dei soci operativi con quelli dell'azienda, ad esempio ponendo condizioni che richiedono il raggiungimento di determinati obiettivi economici per concedere il voto. Tale pratica è utilizzata soprattutto quando si tratta di venture capital o start up, con imprese alle prime fasi della loro vita e dove l'attività, i risultati e i valori aziendali sono ancora strettamente legati alla presenza attiva di specifici soggetti.

Gli economisti Franco Modigliani e Merton Miller hanno elaborato una teoria secondo la quale in mercati perfetti, cioè, quelli senza costi di agenzia, senza asimmetria informativa, senza tasse, senza costi di bancarotta o di transazione e senza limiti all'arbitraggio, la struttura del capitale (la composizione del patrimonio netto divisa tra equity votante, non votante e debito) non influenza il valore dell'azienda. Tuttavia, i mercati nel mondo reale non sono perfetti e, in presenza ad esempio di strutture che prevedono azioni senza voto, problemi di monitoraggio e accountability possono avere effetti negativi sulla valutazione di lungo periodo.

In definitiva, questo paragrafo si presenta solo come un rapido inquadramento estraneo al quadro normativo volto a far suscitare dubbi sulla convenienza o meno dell'introduzione delle configurazioni atipiche. Queste, in base alla situazione, possono rendere più fruttuoso, oppure al contrario erodere, l'investimento azionario.

2. IL VOTO CONDIZIONATO: FONDAMENTO NORMATIVO E CONFRONTO CON ALTRE STRUTTURE NON CONVENZIONALI

Inquadrato a livello legislativo il concetto di azione, le sue caratteristiche e sottolineata la sua importanza anche sotto i connotati finanziari, non resta quindi che entrare nel merito della specifica categoria delle azioni a voto condizionato. Sarà necessario definirla in maniera chiara, approfondita e interrogandosi sulla legittimità giuridica, nonché confrontandolo con altre configurazioni simili, al fine di individuare benefici e controindicazioni.

2.1 Definizione e caratteristiche

Nel diritto commerciale italiano, la regola generale si definisce “one share - one vote”, un voto per ogni azione. La riforma del 2003¹¹ ha consentito la nascita tuttavia, tra le altre, delle azioni a voto condizionato, che rientrano nella categoria definita dal codice come “azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative”¹². Per condizioni non meramente potestative, si intendono tutte quelle che dipendono da situazioni oggettive, fattuali e non dalla semplice volontà di una delle parti. Nella prassi, molto spesso succede che queste azioni siano prive di voto nelle deliberazioni assembleari, anche se più raramente si assiste a una capacità di voto attenuata. Essi sono strumenti contraddistinti da una condizione sospensiva (non riconducibile alla mera volontà dei soci), la quale una volta avverata, consente l’acquisto di pieni diritti di voto, trasformando de facto tale azione in una ordinaria. Ciò rende possibile il cambiamento della struttura del capitale, che diviene omogenea e priva di categorie speciali contestualmente alla conversione delle azioni a voto condizionato.

Il fatto che il voto rimanga sospeso finché l’evento sottostante non si verifica introduce una dimensione dinamica dei diritti sociali, che si differenzia dalle categorie speciali tipiche, quali ad esempio le azioni senza voto o a voto limitato, che al contrario creano contesti deviati in maniera statica dal principio one share - one vote. Questa caratteristica di elasticità rende questa azione uno strumento peculiare, in grado di adattarsi

¹¹ Consob (2014). La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo. Quaderni Giuridici, N. 5, gennaio 2014.

¹² Campobasso, G.F. (2022). *Manuale Di Diritto Commerciale: Ottava edizione a cura di Mario Campobasso*, Milano, pp. 201

all'evoluzione degli sviluppi della società. Dottrina autorevole sottolinea come siano proprio i caratteri di variabilità e flessibilità a renderlo un unicum rispetto a ogni altra deviazione dal modello one share – one vote.

Da ribadire è l'importanza del limite quantitativo imposto dal legislatore all'utilizzo di questa speciale categoria. L'art. 2351 stabilisce che la proporzione complessiva di azioni senza voto, a voto limitato e con condizione non può superare la metà del capitale sociale. Tale limite ha l'obiettivo di limitare gli abusi, primo tra tutti la possibilità che l'effettivo controllo venga esercitato da una piccola minoranza azionaria, detentrica di azioni con diritto, relegando la stragrande maggioranza del capitale in azioni senza voto. In questo modo viene mantenuto un equilibrio tra partecipazione al rischio di impresa e potere decisionale ed è prevenuto un eccessivo effetto leva a favore dei soci di controllo. Va detto che il Codice non disciplina in maniera chiara le conseguenze del superamento di suddetti limiti, lasciando in parte spazio a dubbi interpretativi, dai quali spesso la dottrina ha ricavato in estrema ratio la possibilità di porre in liquidazione giudiziale la società che avesse violato questo limite inderogabile.

Dal punto di vista funzionale, queste azioni favoriscono l'omogeneizzazione della compagine sociale, garantendo la formazione di un indirizzo imprenditoriale unitario tra i soci. Solitamente, infatti, la condizione sospensiva viene pensata a priori in modo tale che scatti nel momento in cui è opportuno porre tutti gli shareholders su un piano di parità decisionale. Tutto questo contribuisce inevitabilmente a consolidare la stabilità decisionale e proprietaria. Infatti, l'ingresso ritardato di questi voti si ha in momenti critici e decisivi della vita aziendale, assicurando che in tali frangenti la delibera assembleare rispecchi le decisioni di una frangia più ampia possibile di portatori di interesse. L'obiettivo è sempre quello di modulare il peso decisionale dei soci ed evitare concentrazioni esagerate di potere, mantenendo però allo stesso tempo ampia coesione nell'indirizzo di gestione.

2.2 Condizioni sospensive e criticità

Sì ma, quali sono nello specifico le condizioni sospensive, quegli eventi o situazioni che possono far decadere il condizionamento e consentire alle suddette azioni di votare? Non

essendo queste, come detto, definite per elencazione nel Codice civile, la variabilità è potenzialmente infinita. Tuttavia, la dottrina ha supportato la prassi statutaria nell'individuazione di specifiche tipologie, ciascuna ispirata a una specifica finalità. È possibile quindi trattare almeno di tre macrocategorie funzionali di condizioni attivanti, ciascuna con le proprie caratteristiche e criticità.

2.2.1. *Segue.* Categorie di condizioni nella prassi

- Condizioni connesse a cambiamenti degli assetti proprietari (o cosiddette con “funzioni anti scalata”): sono incluse in questa categoria tutte quelle clausole che mirano a tutelare la compagine sociale esistente nei casi di scalate ostili o cambiamenti nel controllo. Un esempio può essere mutuato dalle azioni appartenenti a una certa categoria di soci finanziari che non hanno diritto di voto fino a che il socio di controllo di riferimento perde la sua posizione, dando la facoltà di votare alle azioni sopra citate. Un caso applicato è quello delle cosiddette azioni sviluppo, introdotte nel 2007 da Assolombarda e Borsa Italiana S.p.a. con un documento congiunto¹³, da destinarsi ad aziende a stampo familiare di media capitalizzazione di mercato, che avevano l'obiettivo di raccogliere nuovo capitale di rischio ma senza perdere il controllo azionario. Il condizionamento prevedeva che tali azioni, che inizialmente erano senza voto, lo acquisissero qualora il gruppo familiare avesse perso il controllo. Maggiormente, queste azioni acquisivano diritto di voto in particolari assemblee straordinarie, al fine di tutelare i soci di minoranza, come ad esempio quelle convocate in merito all'autorizzazione di misure difensive anti-OPA (offerta pubblica di acquisto, come disciplinato ex. Art. 104 del TUF). Così facendo, i detentori di queste azioni condizionate potevano restare al di fuori dell'ordinaria gestione, pur mantenendo una sorta di controllo intervenendo con il proprio voto nelle situazioni in cui rischiavano di più. Occorre anche sottolineare che l'attivazione del voto condizionato in caso di offerta pubblica di acquisto deve essere coordinata in conseguenza delle previsioni normative in tema di offerte pubbliche. Per legge, è obbligatoria l'OPA nelle società quotate superata una certa soglia di acquisto ed è per questo necessario analizzare se l'acquisto del diritto di voto da parte di azioni che in precedenza erano non votanti possa avere influenza sull'esito dell'OPA e sui calcoli di soglia. Sono situazioni

¹³ Borsa Italiana. (2007). Azioni Sviluppo: strumento per la crescita delle imprese

difficili da gestire, che necessitano di clausole pensate in ogni minimo dettaglio per evitare conflitti con norme imperative di legge.

Figura n.1: slide PDF aziendale che riassume i motivi dell'introduzione di azione sviluppo

PERCHE' LE AZIONI SVILUPPO?

- DALLA NEGATIVA ESPERIENZA DELLE **AZIONI RISPARMIO** E DELLE **AZIONI PRIVILEGIATE**, NON GRADITE DAL MERCATO A CAUSA DEL **DIFFERENTE TRATTAMENTO** RISERVATO ALLE DIVERSE CATEGORIE DI AZIONISTI IN CASO DI OPA, ...

↓

- ... UNO STRUMENTO INNOVATIVO, PENSATO PER IMPRESE AVENTI UN **SOGGETTO CONTROLLANTE**, CHE:
 - ASSICURA LA **NON CONTENDIBILITA'** DEL CONTROLLO DELL'IMPRESA E QUINDI LA **CONTINUITA' DEL PROGETTO IMPRENDITORIALE**
 - STABILISCE LA PARITA' DI **TRATTAMENTO DI TUTTI GLI INVESTITORI** QUANDO IL SOGGETTO CONTROLLANTE PERDE IL CONTROLLO E IN OGNI CASO DI OPA OBBLIGATORIA

ISAGRO
Italian creativity for plant health 2

Fonte: Isagro S.p.a., “Le azioni di sviluppo in Isagro”, 2020

- Condizioni protettive o compensative: sono clausole, queste, che hanno l'obiettivo di riequilibrare i diritti degli shareholders in situazioni che si presentano come sfavorevoli per una determinata categoria. Una macro specie di questa categoria di clausole che spesso è utilizzata, ha connotati che richiamano quelli delle azioni privilegiate e di risparmio. Molte di queste, infatti, prevedono che nei casi di mancata ricezione del dividendo per più esercizi, i titolari acquistano il diritto di voto fino a che i dividendi arretrati non vengono corrisposti. Si prefigura quindi una condizione risarcitoria, per la quale l'impossibilità di esercizio di un diritto patrimoniale (ottenere il dividendo), viene compensato dall'attribuzione di un diritto amministrativo (quello di voto), per proteggere in qualche modo i titolari di quelle azioni. Allo stesso modo, l'atto potrebbe prevedere azioni a voto condizionato che ottengano il diritto di voto nel momento in cui la società

vada incontro a risultati carenti o comunque si trovi in crisi. Esse possono quindi essere valutate come strumenti di garanzia per investitori che accettano di rinunciare al voto in condizioni sane, ma che vogliono mantenere la possibilità di intervenire in situazioni rischiose per il loro investimento. Le criticità principali in questo contesto, riguardano il rischio di mancanza di oggettività nella definizione dei parametri di attivazione, al fine di evitare manipolazioni del management: per ovviare a ciò, è buona prassi legare la condizione a un indicatore di performance valutabile numericamente e oggettivo, quale ad esempio il rating creditizio (una valutazione della solvibilità dell'azienda, stimata da agenzie specializzate a cui è associata una lettera, da A che indica bassa possibilità di bancarotta, a D che al contrario indica vicinanza al default). Ancora, non chiara e problematica è molto spesso la reversibilità del diritto di voto. Il continuo intercambiarsi degli status di votanti e non può infatti portare a incertezza e complessità operativa per gli azionisti. Usanza più comune è quella che prevede la definitiva conversione in azioni ordinarie alla prima occasione in cui la condizione si verifica. Ciò nonostante, ciò lascia ancora ampio spazio a dubbi sull'appetibilità per il pubblico di tale struttura, dovendo un investitore vedere mutato il proprio investimento sotto il profilo del rischio e dei diritti.

- Condizioni limitative o “sanzionatorie”: ci si riferisce qui a previsioni statutarie mediante le quali si cerca di dissuadere i soci dall'intrattenere comportamenti indesiderati, sottraendo il diritto di voto come “punizione” per certe azioni. Sono fattispecie particolari in una disciplina a sua volta particolare come quella del voto condizionato, poiché rispetto alle normali condizioni, che partono da una condizione di assenza di voto, per poi acquisirlo alla realizzazione dello specifico evento, per queste succede l'esatto contrario. Quindi si sta entrando nello specifico di una particolare classe votante che perde il voto, quando ad esempio è in concorrenza con la società, per utilizzare un'iperbole (in tal caso tra le altre cose verrebbe meno il divieto di concorrenza, ex. art. 2390). Ma più in generale il funzionamento di queste clausole prevede che viene meno il diritto di voto quando viene meno una predeterminata situazione soggettiva in capo al socio. Questo quadro presenta l'indubbio vantaggio di preservare l'interesse comune, ma solleva al contempo dubbi di praticità, così come di legittimità. Infatti, in questo caso la condizione disattivante è fortemente connessa a una condizione personale del socio, introducendo elementi personalissimi nella disciplina delle società per azioni.

Il legislatore però, come detto, ha preferito attribuire i diritti amministrativi in proporzione al contributo al capitale sociale, non a personali qualità. Inoltre, il principio della parità di trattamento viene in parte leso sottoponendo azioni a questa condizione. Parte della dottrina e della giurisprudenza ritiene invalida qualsiasi clausola che subordina il voto a condizioni personali del socio proprio per il fatto che modificano l'essenza di azione da strumento oggettivo a intuito personae. Problemi di oggettività, poi, sorgono anche in merito a questa categoria. Chi è il soggetto sottoposto all'accertamento dell'avverarsi della condotta scorretta? L'atto necessita di piani d'azione chiari, preferibilmente delegando il controllo a un trustee indipendente e super partes, che possa verificare che Tizio o Caio stiano violando l'obbligo di non concorrenza e che per effetto le loro azioni debbano perdere il diritto di voto. Il problema è che, così agendo, si scatenerebbero comunque meccanismi incerti e contenziosi, che a lungo andare potrebbero portare a un vortice negativo che non fa altro che limitare la certezza dell'esercizio del voto assembleare.

Nella trattazione delle specifiche tipologie, è stato possibile evidenziare delle criticità specifiche. È opportuno però, ora, soffermarsi anche su quelle trasversali e comuni a ognuna di esse.

2.2.2. *Segue. I downsides della condizione*

La prima criticità trasversale è sicuramente la complessità operativa e normativa. L'introduzione di un qualsiasi tipo di condizione al voto implica difficoltà di gestione della modalità assembleare e rende di ardua comprensione lo statuto, poiché ad esempio sarà necessario effettuare il computo dei quorum costitutivi e deliberativi dovendo considerare shares che potrebbero o meno avere diritto al voto in base al contesto. La complessità è vista come punto a sfavore nella maggioranza dei casi dal pubblico di investitori, potendo lasciar trasparire un'idea opaca, distorta e poco trasparente dell'apparato decisionale e operativo. La Consob (commissione nazionale per la società e la borsa) ha informato a più riprese le aziende che, al fine di non inciampare in discriminazioni del mercato e incertezze, l'esercizio del diritto di voto deve basarsi su criteri stabili, resi pubblici e obiettivi.

Un'ulteriore criticità attiene alla circolazione delle azioni condizionate. Laddove la corretta valutazione del prezzo di queste azioni è elemento cardine di questo elaborato, qui si tende più ad analizzare il grado di incertezza di questa analisi come punto critico. Infatti, incorporando il valore di mercato del titolo una componente aleatoria, l'acquirente è costretto a stimare la probabilità di attivazione del voto e il tempo entro il quale ciò accada al fine di esaminare la convenienza. Ad esempio, è pacifico che la "storia" di un'azione non è oggetto di trasferimento, in quanto ad essere trasferito è il diritto cartolare: ciò può creare discontinuità poiché, se ad esempio un azionista aveva quasi finito di maturare il requisito temporale per sbloccare il voto, il trasferimento dello share farebbe ritornare il contatore a zero per il nuovo socio. Per ovviare a questo problema, l'atto dovrebbe dettare particolari meccanismi di conservazione di anzianità nella detenzione, qualora l'acquisto si abbia da parte di soggetti preventivamente autorizzati dall'assemblea o persone fisiche o giuridiche dello stesso gruppo. Tuttavia, come un circolo vizioso, entrare troppo nel dettaglio con questi cavilli legali rinnova la complessità normativa, accentuando la precedente criticità.

Infine, un aspetto particolarmente delicato e comune a tutte le tipologie è il rischio di erodere i principi di buona fede e parità di trattamento ex. art. 92 TUF per le quotate. Il legislatore ha più volte richiamato al principio generale di correttezza gestionale, per evitare che l'ampio spazio lasciato all'autonomia gestionale produca maggioranza assembleari imprevedibili e mutevoli, decise da azioni sottoposte a condizioni illegittime e a rischio di nullità.

2.3 Finalità e ammissibilità nell'ordinamento giuridico italiano

Nella relazione ministeriale alla riforma societaria del 2003, quella che ha introdotto tra le altre le azioni a voto condizionato, l'aumento del range di azioni emettibili fu giustificato con la necessità di dotare le aziende di "numerosi e diversi strumenti utili a favorire il reperimento di fonti di finanziamento", che rispondessero alle caratteristiche strutturali tipiche di ciascuna società, bilanciando correttezza gestionale ed efficienza.

Sotto questa lente, le azioni a voto condizionato sono state accolte dal principio dalla dottrina come strumenti particolarmente utili per rispondere ai più vari scopi organizzativi che ogni impresa può porsi nella costruzione della propria struttura proprietaria.

2.3.1. *Segue.* Le finalità

In primo luogo, la condizione consente maggiore facilità di raccolta del capitale di rischio per il socio di controllo, senza però perdere il potere in assemblea. In un contesto come quello nazionale italiano, incentrato sul family business e orientato quindi a non fare entrare investitori estranei all'interno per non perdere il governo, tale svolta rappresenta una solida occasione di reperimento di fresche risorse. Tale beneficio non è ovviamente illimitato, si perde all'avverarsi della condizione. Tuttavia, quasi sempre il socio fondatore ha il tempo per instradare, dare un chiaro indirizzo all'attività di lungo termine prima di venire estromesso dai cambiamenti dell'assetto proprietario. Paradossalmente, sul fronte opposto le azioni a voto condizionato possono essere viste come difesa delle minoranze in caso di situazioni straordinarie. La condizione, infatti, opera come ultimo baluardo a protezione di categorie poco rappresentate, consentendole il voto in occasioni di operazioni straordinarie che hanno il potenziale di incidere fortemente sui loro interessi e lederli (come, ad esempio, fusioni o acquisizioni). Ma non solo, in quanto a differenza delle azioni di risparmio, si può prevedere statutariamente che questi shares vengano coinvolti anche in assemblea ordinaria quando conta davvero per loro.

Un obiettivo chiave che hanno le società quando scelgono l'emissione di azioni a voto condizionato è anche combattere lo *short-termism*¹⁴. Questa, è una tendenza sviluppatasi nell'ultimo decennio a seguito delle crisi finanziarie che si sono susseguite e si basa sull'orientare le politiche di gestione dei manager verso una prospettiva di creazione del valore nel solo breve periodo. Tipicamente, le legislazioni societarie hanno introdotto, per limitare questo fenomeno e incentivare un'ottica di investimento di lungo periodo, lo schema del voto maggiorato. Il quadro legislativo concernente quest'ultimo è stato analizzato in precedenza ed ha molti connotati in comune con quello delle azioni a voto condizionato, tanto da poter affermare che rientrano nel paradigma della condizione. In

¹⁴ European Commission. (2013). Green Paper – Long-term financing of the European economy (COM(2013) 150 final). Bruxelles: Commissione Europea.

realtà, la differenza è che tale maggiorazione viene, di solito, applicata all'intero capitale sociale, ma dato l'ampio spazio lasciato all'autonomia statutaria dall'art. 2351 comma 2, è possibile che questa possa divenire diritto solo di una specifica categoria di azioni sottoposte alla condizione, arrivando a incidere su una sola parte del capitale sociale. Sviluppare questo presupposto è stato utile per capire che, chiaramente, offrire voti aggiuntivi a investitori disposti a non smobilizzare nel breve termine, opera come meccanismo di "selezione naturale" al fine di formare un capitale sociale di lungo termine con potenziali benefit in termini di performance (potendo sfruttare la maggiore calma dell'azionariato per progetti di investimento più lunghi e profittevoli) e di governance (gli azionisti con maggiori voti dimostrano più proattività).

Questa pratica risulta importante più che mai quando si parla di società per azioni chiuse (non quotate), che generalmente trovano più ostacoli nell'avere quel turnover di capitale di rischio che si ha invece a disposizione quando ci si quota in borsa: il meccanismo premiale del voto maggiorato che matura nel tempo consente lo stabilizzarsi di un nucleo solido di soci incentivati a restare, evitando situazioni di insufficienza di capitale.

Il quadro normativo della condizione può essere usato anche come "arma" di prevenzione. Il risk management si preoccupa spesso di chiamare in causa l'introduzione di questa fattispecie, proprio perché presenta ampia elasticità a rispondere a scenari di crisi. Un'organizzazione facente uso di tale strumento può attivare pesi e contrappesi interni in risposta a shock provenienti dall'ambiente esterno e acquisisce ampia capacità adattiva a situazioni che fino all'emissione sono solo ipotetici, ma in caso si avverassero causerebbero gravi danni. Per esempio, l'emissione di azioni che acquisiscono il diritto di voto in caso di perdita di un deal importante, prepara la governance a reagire al potenziale contesto negativo.

2.3.2. *Segue.* Quesiti di ammissibilità

Urge ora delineare i limiti entro i quali le finalità sopracitate sono perseguibili dalle società. Come già capitato in questa trattazione, infatti, ci si può trovare di fronte a interrogativi circa la conformità a legge della condizione. Per esempio, si è visto come l'elemento personalissimo delle condizioni sanzionatorie leda, almeno in parte, i principi

one share – one vote e della parità di trattamento fra soci. Vi sono però molti altri dibattiti aperti in questione in dottrina, meritevoli di menzione.

Con riguardo all'autonomia statutaria, essa è sì, estesa ma non illimitata. Vale la regola, infatti, secondo la quale essa debba essere esercitata nel rispetto del *principio di ordine pubblico societario* (che racchiude una serie di sotto-principi tra i quali la protezione dell'integrità del capitale e la tutela delle minoranze) e perseguendo interessi meritevoli di tutela. Parte della dottrina afferma sulla base di ciò, che l'ampio spazio concesso dal d.lgs. 6/2003 alla libera formazione dei diritti azionari debba intendersi entro determinati *vincoli di sistema*, che funzionano come confine all'autonomia privata, ricomprendendo diritti come la già citata parità di trattamento o il divieto di violare norme imperative. La Consob ammette la modulazione del voto purché non abbia luogo un aggiramento fraudolento della normativa o finché non vi sia un danneggiamento dei diritti dei soci. Ad esempio, patologiche sono le condizioni subordinate a evento illecito o impossibile. L'impugnativa di una delibera di emissione di azioni contenenti tali tipologie di clausole non sarebbe, di diritto, dichiarata nulla; bensì lo sarebbero le clausole stesse, con la conseguenza che le azioni sottostanti inizierebbero a essere trattate come ordinarie (essendo essa la disciplina residuale per le quote delle società per azioni nell'ordinamento italiano).

La Consob, con riferimento alle sole quotate, ha poteri di intervento qualora ritenga che una clausola condizionale leda il principio di trasparenza (ragionando sui doveri informativi verso il mercato, le condizioni a cui sono poste le azioni sono un fatto price-sensitive e va perciò tempestivamente informato il pubblico a riguardo). Prima ancora, però, avviene il controllo del notaio, che ha il potere di negare l'iscrizione qualora la clausola si manifestasse come contraria a norme imperative. Infine, a valle, vi è il controllo del giudice. Nelle sentenze di impugnazione il tribunale è chiamato ad esprimersi sulla compatibilità della condizione con i principi imposti dalla legge. Tuttavia, la giurisprudenza a riguardo risulta ancora piuttosto scarna, essendo il voto condizionato uno strumento introdotto solo nel nuovo millennio, al quale le aziende fanno ancora fatica ad adeguarsi e a sperimentarlo nei modi più variegati. In definitiva, quindi

si può vedere il controllo di queste clausole come un *triplice vaglio* da superare, quello del notaio, della Consob e del tribunale.

Parimenti, è necessario coordinare l'introduzione delle clausole condizionanti con le altre norme previste dalla disciplina azionaria. Di particolare interesse per il management risulta il bilanciamento con il diritto di recesso: al momento dell'emissione di una categoria completamente nuova di azioni a voto condizionato, tale aggiunta può integrare una delle cause di recesso previste ex art. 2437, sia quella relativa alla modifica delle categorie di azioni che la causa di recesso riguardante la modifica del diritto di voto. Per tale meccanismo, obbligatorio in tutte le S.p.a., il socio che si è dimostrato dissenziente può richiedere la liquidazione delle sue azioni e uscire dalla società. Il bilanciamento tra i benefici e i rischi della clausola deve essere quindi premeditato congruamente dai manager, poiché condizioni troppo svantaggiose per i soci rischiano di far rimanere la società a secco di capitale sociale con recessi di massa.

2.4 Confronto con altre strutture e ordinamenti

Il fondamento normativo e gli scopi che si sono voluti perseguire con l'introduzione in Italia del voto condizionato non rappresentano un unicum isolato, ma piuttosto sono entrati a far parte di un disegno unitario, iniziato in precedenza sia nel nostro paese che ancor prima in ordinamenti stranieri. In questo paragrafo si metteranno a confronto le azioni a voto condizionato con altre strutture, evidenziando similitudini e differenze. Importante premettere che, tutte le categorie che verranno prese in analisi hanno la peculiarità di deviare dal modello one share – one vote, talvolta rafforzando alcuni diritti amministrativi, altre volte differendoli nel tempo o comprimendoli.

2.4.1 *Segue.* Strutture a doppia classe

Il confronto più diretto ed esplicito è quello con la *dual class share structure*, di orientamento anglosassone, in particolare diffusa in USA. Si tratta di una struttura azionaria per l'appunto a doppia classe, in cui esistono due o più tipologie di azioni che, pur partecipando alla stessa maniera al capitale sociale, godono di diritti amministrativi

differenti. La peculiarità è la presenza in assemblee statunitensi di classi di azioni *super voting*, che rimangono nelle mani dei fondatori o vengono date ai gestori come stock-option e che attribuiscono talvolta anche fino a dieci voti. Il risultato che si ha è che i founders riescono a mantenere il governo anche con piccolissime frazioni di capitale sociale. Vi sono vari esempi noti a riguardo, quali Google¹⁵, che nell'offerta pubblica iniziale non mise in vendita le azioni di classe B appartenenti ai fondatori, lasciando al mercato le ordinarie azioni di classe A valenti 1 voto. Questa struttura particolarmente usata per promuovere lo sviluppo nel settore tecnologico, si è dimostrata molto efficiente nonostante sia bandita in Europa. Ciò ha portato molte imprese a riaccendere un dibattito interno per favorirne l'introduzione anche nel vecchio continente. In Italia, in realtà esiste una simile struttura, ma solo per le non quotate, con le azioni a voto plurimo. Qualora si volesse invece emulare l'esperienza anglosassone per le quotate, ci sarebbero grossi ostacoli normativi (la società in questione in sede di IPO, per dirne una, dovrebbe rinunciare al voto plurimo o cambiare giurisdizione). Ciò è rilevante per l'impatto sul valore creato. Parte della dottrina, in particolare investitori istituzionali quali il Council of Institutional Investors, sostiene che la struttura doppia distrugge valore perché accresce il rischio di *entrenchement* e abbassa la responsabilità del management¹⁶. L'esperienza tedesca è una delle più riluttanti in merito, con un modello che, seppur in declino, dal 1998 vieta le azioni a voto plurimo nelle società quotate, permettendo l'emissione solo di azioni preferenziali senza voto come compensazione.

Inizialmente anche la Gran Bretagna era restia, con il segmento premium di Londra che richiedeva a gran voce il one share – one vote. Tuttavia, per far fronte alla concorrenza di New York che stava rapidamente attirando tutte le start-up innovative nel Tech, il London Stock Exchange ha ridotto i requisiti aprendo alle strutture doppie per società innovative, seppur obbligando il ponimento di *clause sunset* (ad es. la classe privilegiata decade dopo X anni o quando cambia il CEO). Infine, In Francia si ha il sistema più simile rispetto all'Italia in tema di voto maggiorato. Il legislatore ha deciso di introdurre il voto maggiorato dopo due anni di possesso come regola. Tale provvedimento ha dato vita alle cosiddette *Loyalty Shares*, con l'obiettivo di ridurre la incertezza tipica dei sistemi capitalistici. Si sta assistendo quindi a un fenomeno di evoluzione convergente, in cui

¹⁵ Gladman, K., & Young, B. (2012). The dangers of dual share classes. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

¹⁶ Council of Institutional Investors. (n.d.). Dual-Class Stock.

piazze finanziarie un tempo ostili stanno alleggerendo i limiti per aumentare la propria attrattività e competitività. Le differenze principali tra il voto condizionato e la dual-class risiede nel fatto che quest'ultima è una deviazione fissa, inteso che semplicemente convivono due categorie di azioni con peso in termini di voti diverso. Non è presente un punto di convergenza in futuro nel quale gli azionisti tornano tutti ad avere lo stesso numero di voti, come invece può accadere con la condizione. Da ciò ne deriva una diversa percezione del mercato: il prezzo di due tipologie con diritti diversi è sempre diverso e i soci sanno che quei diritti e quindi quei prezzi rimarranno uguali. Con il voto condizionato invece gli investitori si trovano sempre di fronte a incertezza e volatilità nel prezzo, che può sfociare anche in tentativi speculatori in prossimità di eventi trigger (se ad esempio si avesse la percezione che la società è vicina a un cambio di controllo, le azioni condizionate potrebbero aumentare di prezzo prima ancora che acquisiscano il diritto di voto effettivo).

2.4.2 *Segue. I poteri speciali dello Stato*

Un ulteriore parallelismo interessante e non scontato che è necessario fare, è quello con le *Golden Shares*. Esse non sono propriamente tipologie di azioni regolate dal diritto societario comune, quanto piuttosto uno strumento di ingegneria istituzionale chiamato in causa ogni qual volta ci sia da difendere interessi pubblici in società privatizzate e meritevoli di interesse da parte dello stato perché operanti in settori strategici. L'etimologia del termine è da ricondurre all'esperienza inglese degli anni '80 e si riferisce alla pratica di riservare allo Stato, dopo che un ente pubblico viene privatizzato, uno share speciale con pieni poteri di gradimento e/o di veto su delicate decisioni societarie (ad esempio, acquisizioni di partecipazioni rilevanti in società Italiana da parte di un'organizzazione straniera). L'istituto analogo francese era rappresentato dall'*action spécifique*. L'introduzione del meccanismo in Italia, invece, si è configurata come una risposta del governo alla massiccia tendenza di privatizzazioni partito negli anni '90 nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia (ENI, Enel, Telecom). La misura specifica era contenuta nell'art. 2 del D.L. 332/1994, che consentiva anche allo stato di nominare un amministratore con poteri speciali. Questi poteri ingiustificati rispetto alla partecipazione al capitale erano visti come uno strappo notevole al principio di uguaglianza tra azionisti, ma l'intervento era necessario vista la portata del fenomeno

liberalizzante. Il concetto alla base di questa “testa d’oro”, pur presentando analogie, è diverso da quello della condizione. I poteri attribuiti tramite le golden shares allo stato, infatti, non sono condizionati a un evento futuro, ma sono piuttosto prerogative stabili utilizzabili ogni qual volta si abbia a decidere in merito a una operazione straordinaria. Per esempio, il potere di veto è esercitato qualora si tenti di vendere asset strategici e la condizione potrebbe essere vista come il sorgere della delibera, ma non riguarda né le qualità del socio né la qualità delle azioni. Nulla di simile potrebbe mai essere pattuito in una condizione tra privati, pena la nullità per violazione dei principi del diritto commerciale. Il meccanismo delle azioni d’oro ha sollevato alcuni problemi di compatibilità con il diritto comunitario, al quale tutti gli stati membri devono uniformarsi. La corte di giustizia UE e la Commissione UE hanno vietato in molti ordinamenti europei la golden share, avendo esaminato la norma e trovato vari profili di discriminazione e restrizione alla libertà di circolazione del capitale¹⁷. A seguito di ciò, è stato necessario riformare tale istituto con il D.L. 21/2012, che ha visto la mutazione delle golden shares in *Golden Powers*. Il cambiamento sostanziale si è avuto con la rimozione dell’azione specifica, rimpiazzata da poteri speciali attribuiti allo stato sulle società operanti in tutti i settori strategici (difesa, tecnologia, trasporti, sicurezza nazionale ecc.) e indipendenti dalla presenza di una qualsiasi forma di partecipazione pubblica al capitale sociale¹⁸. Tra le possibilità di cui gode lo Stato in virtù di questo istituto troviamo: imposizione di particolari condizioni all’acquisto di partecipazioni da parte di acquirenti stranieri, veto ad acquisizioni di controllo e tante altre. I golden powers si configurano più come poteri normativo-regolatori esercitabili d’autorità, piuttosto che azioni che pongono lo stato come un socio privilegiato che può decidere senza rispettare le maggioranze assembleari.

Occorre concludere questa panoramica in cui sono state mostrate tutte le sfaccettature della deviazione dal principio one share – one vote con un monito. Indipendentemente dalla struttura adottata, i codici di governance internazionali stabiliscono che trasparenza e responsabilità verso gli azionisti rimangono fondamentali. Ciò si traduce in primo luogo in obblighi informativi riguardo l’utilizzo di una qualsiasi struttura nei confronti del

¹⁷ Osborn, A. (2003, May 14). State’s golden share in BAA is illegal. The Guardian.

¹⁸ MEF Dipartimento del Tesoro. (n.d.). Che cosa si intende per “Golden Share”/“Golden Power”?

mercato da parte del CDA. È necessario, insomma, introdurre dei contrappesi per fare in modo che i soci di controllo non sfruttino la flessibilità che garantiscono tali strutture per eludere anti-democraticamente l'assemblea. Il diritto Europeo ha recentemente introdotto normative in tema di tutela per i soci di minoranza. In particolare, la Direttiva UE 2024/2810 obbliga le imprese quotate con azioni a voto multiplo su mercati per PMI di attenersi a un complesso di tutele e di informare prontamente in sede di IPO sui diversi diritti delle categorie azionarie. Nell'esempio italiano, la Consob impone che, a garanzia di trasparenza, l'adozione del voto maggiorato sia corredata dalla pubblicazione della lista di soci che ne traggono beneficio.

3. IMPATTO SULLA VALUTAZIONE AZIENDALE

L'emissione in società del voto condizionato solleva interrogativi in capo ad analisti finanziari, incaricati di stimare l'impatto di tali meccanismi sulla valutazione complessiva dell'impresa. In un quadro nel quale è chiaro come il diritto di voto rappresenta una componente fondamentale del prezzo di un'azione, è di vitale importanza studiarne il premio, nonché l'influenza sul costo del capitale e il concreto cambiamento che apporta a momenti chiave della vita aziendale. Il presente capitolo si pone l'obiettivo di sviscerare tale valore aggiunto, dapprima fornendo una panoramica dei modelli teorici di valutazione generale, per poi proseguire con un'analisi empirica basata su un modello di stima innovativo del valore del voto e infine valutando ripercussioni su capital structure e operazioni di finanza straordinaria.

3.1 Modelli per la valutazione delle azioni e d'impresa

Le azioni, in chiave finanziaria, rappresentano il diritto sui flussi di cassa futuri di un'azienda, in quanto il titolare riceverà il dividendo ogni qual volta la società delibera la distribuzione degli utili, in misura proporzionale alla propria partecipazione. La stima del prezzo di un'azione, proprio per questo motivo, è nella maggior parte dei modelli basata sul valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi.

3.1.1 *Segue.* Il prezzo di un'azione

Uno dei più utilizzati è senza dubbio il *Dividend Discount Model*, che nella prassi più comune ipotizza crescita costante come ipotesi semplificatrice e prende il nome dal suo inventore *Gordon Growth Model*¹⁹. Esso parte dall'assunzione che i dividendi crescano a un tasso costante g e che si possa valutare l'azione con la formula della rendita perpetua crescente:

¹⁹ Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2022). Principles of corporate finance (14th ed.). McGraw-Hill Education.

$$P_0 = \frac{D_1}{R - g}$$

Dove D_1 è il dividendo atteso l'anno prossimo, R è il costo dell'equity, ossia il rendimento richiesto dagli azionisti come ritorno del proprio investimento (esso dipende da molti fattori, tra cui il rischio di bancarotta e quindi di insolvenza dell'impresa), infine g rappresenta, come già anticipato, il tasso di crescita perpetuo. Questo modello è molto intuitivo e per questo pregio diffuso, anche se spesso si scontra con problematiche legate all'esagerata semplificazione della realtà. Tuttavia, è ancora considerato idoneo, specie per aziende che operano in settori maturi e che crescono ormai in maniera stabile da anni.

Un metodo alternativo di pricing delle azioni è l'NPVGO (*net present value of growth opportunities*). Tale modello ha la peculiarità di valutare le azioni come la somma di due componenti: La prima parte grezza, chiamata valore "cash cow" (mucca da mungere) perché rappresenta il valore dell'azione come se non ci fossero opportunità di crescita, mentre la seconda parte è inerente al valore attuale delle stesse opportunità prese separatamente.

$$P_0 = \frac{EPS_1}{R} + NPVGO$$

Dove per EPS_1 si intende l'utile per azione, mentre la seconda parte nel dettaglio si trova attraverso i seguenti passaggi:

$$NPV_1 = -\text{Retained } EPS_1 + \frac{\text{Retained } EPS_1 \times ROE}{R}$$

$$NPVGO_0 = \frac{NPV_1}{R - g}$$

Il metodo ipotizza infatti che gli utili non vengano ritenuti tutti, ma almeno in parte reinvestiti in società per generare opportunità di crescita²⁰. Inutile dire, che un NPVGO positivo indica fiducia del mercato nei confronti delle prospettive di crescita della società. Detto in altro modo, un rapporto tra prezzo dell'azione e utile per azione (P/E ratio) alto non è un paradosso, ma dimostra un consistente valore attribuito alla crescita incorporato nel prezzo di circolazione.

3.1.2 *Segue. La valutazione globale d'impresa*

Oltre a questi di equity valuation, sono utilizzati nella prassi metodi che prendono le loro basi dal Gordon Growth Model, ma che permettono di valutare l'impresa nella sua totalità, pratica fondamentale nel momento di vendita del complesso aziendale. Il range di soluzioni da poter esaminare è larghissimo, ma, per necessità di sintesi e per raggiungere la conclusione che in introduzione è stata prefissata, appare sufficiente parlare dei due più storici e conosciuti: DCF (*Discounted Cash Flow*) e *Multiples Approach*.

Il primo, consiste nell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri generati dall'impresa. Nello specifico, si attualizzano i flussi di cassa liberi operativi (*Free cash flow*) a un particolare tipo di tasso, Il WACC (*Weighted average cost of capital*). Esso consiste in una media ponderata tra il costo del capitale proprio K_E e il costo del capitale di debito K_D , che usa come pesi la proporzione dell'equity e del debito derivante dalla struttura del capitale.

$$WACC = \frac{D}{D + E} r_D (1 - t) + \frac{E}{D + E} r_E$$

Dove t è l'aliquota fiscale che si applica in base allo Stato in cui opera, mentre D ed E sono debito ed Equity rispettivamente. Il DCF è indubbiamente lo strumento più utilizzato dalle più grandi istituzioni, quali banche di investimento e società di consulenza poiché, nonostante sia basato su assunzioni forti sul WACC, sull'inflazione e sui margini di

²⁰ Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley.

crescita, comunque incorpora sia il rischio finanziario nella figura del tasso di sconto, che i risultati delle operations nella figura dei flussi²¹.

L'approccio dei multipli consiste invece in vari metodi di valutazione che confrontano in maniera relativa l'impresa con quotate aventi fondamentali simili. I principali metodi che ne derivano sono Il *Trading Comps* e il *Transaction Comps*²², mentre EV/EBITDA e il P/E ratio, già precedentemente oggetto di analisi, risultano i multipli più utilizzati. Per spiegare il concetto in maniera più chiara, si ipotizzi che le quotate più simili abbiano capitalizzazioni di mercato di media pari a dieci volte i loro utili. Ecco, applicando il P/E all'utile atteso dell'impresa oggetto di studio se ne può ricavare l'enterprise value. Rispetto al DCF, questi metodi si differenziano per essere più concentrati sul mercato (trading comps) e sulle transazioni simili (transaction comps) qualora ci si trovi nel bel mezzo di un'acquisizione. Tuttavia, occorre grande attenzione in fase di scelta del multiplo, poiché potrebbero risultare valori fuorvianti in caso di differenze in termini di tassi di crescita e struttura finanziaria.

3.1.3 Segue. Considerazioni sul beneficio del premio al voto

Dopo aver fatto le dovute premesse, è necessario scontrarsi però con la realtà dei fatti. I modelli finora analizzati, infatti, presuppongono che le azioni seguano tutte il principio one share – one vote come ipotesi semplificatrice. Tuttavia, lo scopo in questa sede è di riuscire a calcolare il prezzo di un'azione a voto condizionato, nonché di capire l'impatto del premio per il voto sul valore globale dell'impresa. Per arrivare a tale conclusione, si può pensare di scomporre il prezzo di un'azione in due elementi: Il primo, altresì detto il valore di reddito, rappresenta il valore monetario correlato ai flussi di cassa, mentre il secondo è proprio il valore del voto che garantisce controllo sulle decisioni dell'impresa. In un mercato ipotetico e perfetto, in cui il controllo è totalmente contestabile e ogni azionista detiene una così piccola quota in percentuale rispetto al totale, da non poter in alcun modo influenzare da solo le decisioni assembleari, il premio al voto sarebbe pari a zero. Tuttavia, è facile intuire come questa situazione è impensabile a livello pratico e gli

²¹ Damodaran, A. (2014). Valutazione delle aziende (S. Minozzi, F. Bufalari & C. Consolandi, a cura di). Apogeo Education.

²² Ibidem.

investitori saranno quindi disposti sempre a pagare un premio al voto che garantisca benefici per gli insider, decisioni aziendali e formazione di sinergie.

Due diversi studi, quello di Grossman e Hart nel 1988 e di Harris e Raviv²³ nello stesso anno, hanno raggiunto la conclusione che il valore del diritto di voto esiste ed è direttamente proporzionale alla vicinanza temporale a situazioni event-driven, per esempio nel caso in cui si presentasse un OPA ostile. Questo perché il voto decide l'esito di una operazione che potrebbe aggiungere o sottrarre valore all'azione stessa. Tali studi contribuiscono quindi a spiegare un fenomeno particolare: in periodi in corrispondenza di eventi societari il differenziale di prezzo tra azioni con e senza voto aumenta.

Andando ad analizzare i dati storici e usando come esempio le azioni che per antonomasia rappresentano l'assenza di diritto di voto, cioè le azioni di risparmio, è possibile notare quanto detto prima. Il prezzo delle azioni ordinarie ha praticamente sempre superato quello delle azioni di risparmio in una misura che spesso è dipesa dal livello di tutela offerta dal legislatore agli azionisti di minoranza. Nell'Italia degli anni '80 e '90 questa tutela era debole e il differenziale raggiungeva picchi medi dell'80%. Successivamente, con l'introduzione dell'OPA obbligatoria e le riforme alla governance che si sono susseguite, il premio al voto si è abbassato, raggiungendo una media del 30% nei primi anni 2000. Maggiormente, in piazze finanziarie più evolute in tema di tutela delle minoranze, quali USA e UK, il differenziale non ha quasi mai sfiorato il 5 – 10%²⁴.

3.2 Analisi empirica del valore del diritto di voto: Il “vote premium”

Il metodo appena analizzato è sicuramente utile perché in grado di riflettere i benefici attesi del controllo. Tuttavia, un limite di tale approccio è che si applica soltanto ad aziende con dual class structure di azioni quotate, ossia si basa su un campione troppo ristretto per poter essere definito rappresentativo. Per di più, nell'utilizzo di tale metodo si ha un bias di selezione poiché, pensandoci bene, le società che fanno uso delle azioni senza voto potrebbero essere proprio quelle in cui i founder o gli azionisti di controllo

²³ Linciano, N. (2002). Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione (Quaderni di Finanza, N. 53). Consob.

²⁴ Cox, S. R., & Roden, D. M. (2008). The market value of voting power and dividends. Indiana University.

attribuiscono maggior valore al diritto di voto e quelle in cui i compratori sono meno interessati allo stesso. Ciò può gravemente distorcere l'inferenza sul valore del premio al voto.

Un ulteriore modello sviluppatosi dalle intuizioni di Barclay e Holderness nel 1989 e successivamente di Dyck e Zingales nel 2004 si basa sui blocchi di controllo nelle operazioni di M&A. Essi pensavano di valutare il differenziale contrapponendo il prezzo pagato per pacchetti azionari di maggioranza in grandi transazioni al prezzo delle azioni ordinarie pre e post operazione. Per esempio, se un investitore è disposto a pagare 130 euro per ottenere una partecipazione di controllo quando il valore in borsa corrisponde a 100 euro, la differenza consiste nel premio al voto, che riflette il valore attuale dei pregi di controllo che l'investitore si aspetta di ottenere. Ciò è indirettamente connesso con il valore del voto, anche se qui solo le partecipazioni di controllo sembrano avere tale premio intrinseco. L'esperienza di Zingales e Dyck evidenzia che, seppur con differenze sostanziali in base al paese preso in analisi, il premio di controllo medio si attestava al 14% su un campione internazionale. Tuttavia, questo metodo ha perso in parte la sua valenza, almeno nei paesi in cui è stata introdotta l'OPA obbligatoria, la quale, obbligando l'acquirente a offrire lo stesso prezzo a tutti gli azionisti, ha diluito il premio unitario per il blocco di controllo.

3.2.1. *Segue.* Il contingent claims approach

Si arriva quindi a trattare un terzo metodo. Recenti ricerche effettuate da tre professori di NYU, cioè Avner Kalay, Arman Karabegovic e Shagun Pant²⁵, hanno dato vita a un nuovo metodo innovativo, che usa i derivati per calcolare il valore del premio al voto. Le fondamenta del modello prevedono la costruzione di un titolo sintetico in grado di replicare i payoff di un'azione senza conferirne però i diritti di voto, e successivamente mettere a confronto il prezzo con quello della reale azione. Questo metodo riesce quindi a effettuare la scomposizione tra componente cash flow e componente voto, in modo tale che la differenza tra i due titoli rappresenta il valore del diritto di voto.

²⁵ Kalay, A., & Pant, S. (2009). The market value of the vote: A contingent claims approach (Working Paper). Stern School of Business, New York University.

Per il *principio di parità put-call*, per una qualsiasi azione su cui esistano opzioni negoziate in borsa, la creazione del *synthetic stock* può avvenire attraverso la combinazione di titoli risk-free e opzioni. Nel dettaglio, per prima cosa bisogna acquistare un'opzione call dell'azione a uno strike price (prezzo al quale poi si potrà acquistare il sottostante a prescindere dal suo valore al tempo T) aleatorio K e scadenza T . Successivamente, si vende un'opzione put con lo stesso K e T . Infine, si acquista un titolo senza rischio oggi che garantisca il montante K al tempo T . Questa strategia, che prende il nome di *Fiduciary Call*, ha gli stessi cash flow dell'azione. Sia in caso di rialzo (si esercita la call) che di ribasso nel mercato (viene esercitata la put), il payoff sarà infatti pari a quello del sottostante. Inoltre, possedendo l'investimento nel risk-free, si ricostruisce anche l'incasso del prezzo strike (nel caso in cui venga esercitato) senza esborso ulteriore. La differenza è che l'azione sintetica non ha diritto di voto, essendo in realtà formata da derivati e obbligazioni. Analiticamente, Il diritto di voto è quindi pari a:

$$\text{Valore del diritto di voto (fino a } T) = P_{\text{azione}} - P_{\text{synthetic stock}}$$

Tale approccio risolve i problemi legati ai primi due modelli analizzati. Infatti, non è limitato a un campione ridotto, essendo applicabile a tutti gli stock per i quali sono negoziate opzioni. Per aggiunta, non ha bias di selezione, poiché il fatto che su un titolo vengano negoziate opzioni non dipende dagli interessi degli insider, quanto più dalla capitalizzazione di mercato e dagli interessi.

Il metodo, utilizzato su un campione di azioni dell'S&P 500 ha dato due importanti chiavi di lettura:

- 1) Al crescere di T , cresce il valore del diritto di voto, poiché la probabilità che si verifichino eventi di controllo aumenta.
- 2) All'incirca quaranta giorni antecedenti alla data di registrazione delle azioni per un voto decisivo, il differenziale aumenta, per raggiungere un picco il giorno dell'assemblea e poi riscendere. Ciò significa che il prezzo riflette l'utilità che il mercato attribuisce al voto in quella specifica circostanza.

Ultimo aspetto interessante del modello è che permette di fare inferenza sull'ammontare dei benefici privati che garantisce il controllo di un'impresa. Per capire, se in prossimità

di una situazione event – driven il premio al voto sale all' $X\%$ della capitalizzazione di mercato, si può almeno parzialmente dedurre che gli investitori si attendono benefici di controllo di pari ordine di grandezza.

3.2.2. *Segue.* Il modello aggiustato per la condizione

Il contingent claim appare il più completo e definitivo per valutare il premio al voto. Tuttavia, esso presuppone una dual class structure, in cui, come già evidenziato, le azioni che non hanno diritto non lo acquistano mai poichè statiche. Giacché l'obiettivo di questo capitolo è valutare invece le azioni a voto condizionato, in sede di stesura si è pensata una piccola integrazione al modello sviluppato a NYU, che includa il valore della possibile acquisizione del diritto di voto tramite la clausola.

Nel dettaglio, si potrebbe vedere un'azione a voto condizionato come un'azione senza voto ma dotata di una sorta di warrant sul diritto stesso. Da questa intuizione si può pensare di applicare il contingent claim al contesto della condizione isolando l'elemento cash flow dell'azione a voto condizionato da una nuova componente aggiuntiva pari al valore attuale dell'opzione "acquisisco il diritto di voto se succede X". Ad esempio la condizione X potrebbe essere "la società non paga dividendi per due esercizi consecutivi". In quel caso, se la società è stabile e in buono stato finanziario pagherà con ottima probabilità i dividendi ogni anno, rendendo il valore dell'elemento aggiuntivo quasi nullo. Viceversa, in situazioni di crisi quella componente sale perché il mercato anticipa l'ormai prossimo status di votante, che, come si è visto, può portare a benefici privati. Detto ciò, è facile intuire che il prezzo di un'azione a voto condizionato sarà quindi, salvo eccezioni, compreso tra quello di un'azione senza voto e di una ordinaria in una struttura a doppia classe.

3.2.3. *Segue.* La verifica empirica

Si proceda ora a dare un'esempio esplicativo fittizio, che ponga le basi per comprendere la successiva analisi su dati reali:

Prendiamo Alpha S.p.a., storicamente caratterizzata da una dual class con solo azioni ordinarie e di risparmio. Supponiamo di analizzare i prezzi in uno specifico momento in cui entrambe le classi hanno diritto al dividendo. Ad esempio:

- Prezzo azione ordinaria = 100 euro
- Prezzo azione di risparmio = 80 euro
- Dividendo che si attende su entrambe = 5 euro (solitamente le azioni di risparmio hanno diritto a dividendi maggiori, ma per semplicità ciò verrà trascurato in questa sede. Tuttavia, per dovere di informazione, se le risparmio fossero dotate di privilegi patrimoniali, il differenziale grezzo sottostimerebbe il voting premium²⁶)

Il differenziale grezzo in questo caso è del 25%, in particolare $(100-80)/80$. Ma, per completare l'esempio aggiungendo il voto condizionato, supponiamo che Alpha sia in gravi situazioni di stress finanziario e vi sia perciò un rischio di non pagamento dei dividendi, pari al 30%. Da ciò scaturirebbe l'acquisto del diritto di voto in presenza di eventuali azioni con condizione. Come ipotesi semplificatrice, supponiamo inoltre che queste azioni se acquisiscono il diritto di voto, conferiscano un beneficio di controllo aleatorio e pari a 20 euro di premio per azione in questo esempio. Allora la componente aggiuntiva prima elaborata sarebbe pari a:

$$\text{Valore atteso} = \text{Payoff} * \text{Probabilità} = 20 * 30\% = 6 \text{ euro}$$

In presenza quindi di questa opzione il valore delle azioni a voto condizionato sarebbe pari a 86 (80 grezzo + 6 valore atteso componente aggiuntiva), dimostrando che quando diventa più probabile l'acquisizione del diritto di voto, il premium voting diminuisce.

Si passi ora ad analizzare empiricamente tali supposizioni, attraverso dati di mercato. Di seguito, sarà presentata una tabella prodotta attraverso ricerche online sui siti ufficiali di alcune imprese, che emettono o hanno emesso categorie diverse di azioni in termini di diritti di voto, specialmente ordinarie e a voto condizionato. Nella quarta e quinta colonna sono evidenziati i valori di mercato delle due classi, mentre nell'ultima si trova la stima del premio al voto, espresso in percentuale.

²⁶ Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2013). Shareholder power and corporate risk taking: Evidence from the value of voting rights. *Journal of Corporate Finance*, 23, 1–19.

Azienda (Stato, anno di riferimento)	Classe di voto	Categoria a voto condizionato (o non votante)	Prezzo classe ordinaria	Prezzo classe con condizione	Premium voting
Telecom Italia S.p.A. (Italia, 2015)	Azioni Ordinarie	Azioni di Risparmio (senza voto, privilegio dividendo; voto solo se convertite in ordinarie)	1,03€	0,93€	+10%
Intesa Sanpaolo S.p.A. (Italia, 2018)	Azioni Ordinarie	Azioni di Risparmio (non votanti; privilegio dividendo)	Meccanismo complesso (vedi note)	Meccanismo complesso (vedi note)	+3 – 4% (premio prestabilito per conversione)
Volkswagen AG (Germania, 2022)	Azioni Ordinarie	Azioni Privilegiate (senza voto salvo mancato dividendo)	147,65€	116,42€	+27%
Alphabet Inc. (Google, USA, 2023)	Azioni di classe A	Class C shares (non-voting)	100\$	98 – 99\$	1 – 2%

Note: Per quanto riguarda Intesa Sanpaolo vi era, nell'anno di riferimento, un rapporto di conversione forzato di un'azione ordinaria per una di risparmio, con un premio illustrato a destra nella tabella.

3.2.4. *Segue. Analisi e lettura dei risultati*

I risultati suggeriscono chiaramente che il premium voting esiste ed è tangibile, seppur molto variabile in base al luogo geografico e al periodo di riferimento.

Ponendo la lente di ingrandimento in Italia, su Telecom le azioni ordinarie valevano il 10% in più di quelle di risparmio prima che quest'ultime venissero convertite, stando a significare che gli investitori valutavano il diritto di voto un decimo del prezzo dell'azione. Parimenti, l'esempio di Intesa Sanpaolo è chiaro e inequivocabile. Nel 2018, la banca offriva la possibilità di una conversione in rapporto 1:1 da ordinaria a risparmio, offrendo un premio del 3 – 4%, che quindi rappresenta il differenziale cercato. Tuttavia,

nel caso di Intesa questo premio era basso a causa dell'elevata trasparenza e capitalizzazione della banca, meccanismo che non consente alti benefici di controllo privati.

L'esperienza tedesca conferma, inoltre, come il premium voting può variare fortemente in base al contesto. Infatti, in Germania è usanza delle imprese emettere azioni privilegiate senza diritto di voto, ma che hanno la possibilità di acquisirlo qualora non vengano distribuiti dividendi. Nell'esempio in tabella, Volkswagen evidenzia un premio al voto robusto (25%), ma non è sempre stato così. Il differenziale molto più spesso è stato basso o addirittura invertito, con le privilegiate che in certi periodi scambiavano a prezzo maggiore delle ordinarie, grazie al fatto che la famiglia Porsche/Piech controllava già la maggioranza dei voti e la capitalizzazione era alta. Tuttavia, in situazioni di potenziale contestazione del controllo, che si è avuto nel 2015 e nel 2022, le azioni con voto hanno sperimentato un forte aumento relativo, a dimostrazione che all'occorrenza gli investitori valutano meglio le azioni che garantiscono governo societario, in particolar modo proprio in Germania dove vige il *Mandatory bid* obbligatorio.

L'ultimo esempio, quello di Alphabet/Google in USA, è stato introdotto per mostrare come, in un paese con una tutela delle minoranze massima, il voto premium è molto contenuto. Nella società in questione, infatti, le azioni di classe A (con voto) e le azioni di classe C (senza voto) scambiano a prezzi quasi identici. Questo anche perché i founders e insider mantengono l'assetto proprietario stabile grazie ad azioni di classe B super-voting.

In definitiva, le azioni a voto condizionato sono prezzate dagli investitori in modo intermedio. Finché la condizione non viene soddisfatta scambiano con un discount rispetto alle azioni ordinarie, mentre quanto più l'avveramento della condizione si avvicina, tanto più le azioni a voto condizionato salgono di prezzo rispecchiando il potere di voto latente. Un'implicazione molto interessante da cogliere per un investitore è che acquistare tali share può essere conveniente qualora si riesca a prevedere la venuta di un'evento di attivazione del voto. Inoltre, acquisire tali partecipazioni in aziende che le emettono trasmette più sicurezza sull'investimento, in quanto, il fatto che le minoranze

possano acquisire poteri in situazioni critiche, incentiva il management ad adottare politiche più allineate agli interessi di tutti gli investitori.

3.3 Effetti sul costo medio ponderato del capitale

La presenza di classi differenti di azioni influisce sul costo del capitale (WACC) così come sulla decisione in merito alla struttura finanziaria ottimale. In questo paragrafo si ragionerà sul perché di tale impatto.

Le imprese con azioni a voto plurimo, super-voting o senza voto danno spazio alle controllanti per esercitare potere gestorio pur detenendo una proporzione meno onerosa dell'equity²⁷. Per esempio, il founder che detiene azioni a voto maggiorato può detenere il 60% dei voti, pur avendo solo il 30% del capitale investito. Ciò può rendere la controllante più propensa ad emettere nuove azioni e a far tendere l'ago della bilancia più verso l'equity, se l'emissione di azioni senza voto o a voto plurimo consente ugualmente di mantenere il controllo. Questo quadro riduce la necessità di indebitarsi, con beneficio sul rischio finanziario.

Il contrappeso di questa visione è l'aumento del rischio di agenzia percepito dai soci non votanti (banalmente potrebbero sentire di avere meno voce in capitolo nelle scelte), il quale può portare gli stessi a richiedere un rendimento più alto per acquistare quelle azioni. Ciò si concretizza analiticamente nel fatto che nella maggior parte dei casi gli share con voto limitato scambiano a rendimenti più alti (banalmente prezzo minore ma dividendi uguali alle ordinarie): la differenza nella valutazione implica quindi un K_e superiore relativamente alla categoria senza voto e, data questa diramazione, determinarlo non risulta più semplice applicando la formula spiegata nel capitolo 4.1.

3.3.1. *Segue.* Strutture di voto e fattori del CAPM

²⁷ Cremers, K. J. M., Lauterbach, B., & Pajuste, A. (2020). The life-cycle of dual class firm valuation (ECGI Finance Working Paper No. 550/2018). European Corporate Governance Institute.

Un modo semplice da utilizzare è usare il K_e dell'azione ordinaria, ipotizzando che il premium voting non cambi la sostanziale struttura di rischio, ma solo quella di controllo. Una seconda alternativa è utilizzare una media ponderata del K_e di azioni con e senza voto²⁸. Alcuni studiosi invece affermano che le strutture a doppia categoria portano il mercato ad infliggere un pricing penalty: gli investitori istituzionali in particolare sono inclini a evitare le aziende con governance opaca e il costo del capitale aumenta di conseguenza, proprio in termini di effettiva minor valutazione delle azioni. Questa teoria è supportata da fatti, dato che alcuni indici di mercato (S&P Dow Jones fra gli altri) hanno deciso di non includere le strutture dual-class dal 2017, riducendo la platea di possibili investitori e di fatto aumentando il costo del capitale proprio delle specifiche società²⁹.

Il K_e , capitale proprio, è derivabile dalla formula del *Capital asset pricing model* (CAPM), che è la seguente:

$$\underbrace{E(r_i)}_{\text{Stock } i\text{'s expected return}} = \underbrace{r_f}_{\text{Risk-free rate}} + \underbrace{\beta_i}_{\frac{\text{Cov}(r_i, r_M)}{\text{Var}(r_M)}} \underbrace{[E(r_M) - r_f]}_{\text{Market risk premium}}$$

Il beta visualizzabile nel secondo termine della sommatoria riflette la sensibilità del rendimento di un titolo alle variazioni del mercato, cioè il rischio sistematico. Di base, esso dipende dai fundamentals (tra cui vi è la leva finanziaria), e non dalla struttura di voto. Ciò nonostante, se la società, avendo azioni a voto condizionato o limitato, si comporta in modo più prudente riducendo la leva, questo potrebbe abbassare il beta levered del suo titolo sul mercato, poiché si riduce il rischio. Al contrario, invece, potrebbe aumentare il rischio idiosincratico (e quindi il K_e), poiché i manager, forti del controllo incontrastato attribuito dalla struttura doppia classe, potrebbero optare per scelte di investimento più rischiose e meno diversificate in portafoglio³⁰. Infatti, il rischio totale è composto sia dal beta, che pure dal rischio specifico o idiosincratico (evitabile diversificando):

²⁸ Committee on Capital Markets Regulation. (2020, April). The rise of dual class shares: Regulation and implications.

²⁹ CalPERS. (2018, April). Dual Class/Non-Voting Shares Update (Agenda Item 6a, Attachment 1). California Public Employees' Retirement System.

³⁰ Jiang, F., Kim, K. A., & Zhang, M. (2023). Dual-class share structure and firm risks. *Journal of Corporate Finance*, 81, 102419.

$$\underbrace{\sigma_i^2}_{\text{Total risk}} = \underbrace{\beta_i^2 \sigma_M^2}_{\text{Systematic risk}} + \underbrace{\sigma_{\varepsilon_i}^2}_{\text{Idiosyncratic risk}}$$

Ancora, il Beta potrebbe anche aumentare se i progetti rischiosi intrapresi hanno anche elevata correlazione con il mercato e, come ultima chiave di lettura, founders avversi al rischio potrebbero invece ridurre il beta utilizzando il loro ampio controllo (rinunciando a takeover espansivi che aumenterebbero l'incertezza, preferendo conservare il proprio status). Il punto è che quindi non esiste un effetto univoco e sempre valido, poiché esso dipende da troppi fattori oltre alla voting structure.

Studi empirici evidenziano la possibilità di avere beta diversi tra le classi azionari quando si opta per una dual class structure: quelle inferior - voting sembrano avere beta superiori, incorporando la minore tutela in situazioni event-driven. Tuttavia, in modelli più completi, quando gli investitori richiedono un rendimento maggiore per azioni inferior-voting, questo potrebbe essere individuato come *Jensen's Alpha* e non come rischio sistematico e quindi beta. Il Jensen's alpha spiega quanto un portafoglio ha reso in più o in meno rispetto al rendimento atteso secondo il suo rischio sistematico (beta). La formula del CAPM con l'integrazione dell'alpha è la seguente:

$$r = R_f + \text{beta} * (R_m - R_f) + \text{Alpha}$$

Sul fronte leverage, studi evidenziano come alcune imprese dual-class contraggono debito eccessivo approfittando della posizione di governo societario. Questo *azzardo morale* si configura quando i founder o soci di controllo presentano un elevato differenziale tra voto e capitale investito. Anche qui, però, esiste un punto di vista opposto secondo il quale l'azionista di controllo potrebbe scegliere di contrarre meno debito per evitare insolvenza di massa e mantenere il potere più a lungo possibile. Un default infatti metterebbe, come insegna il diritto, i creditori in posizione privilegiata nell'eseguire il patrimonio della società. Nella maggior parte dei casi generalmente le famiglie fondatrici hanno imparato a capire che conviene evitare questo rischio finanziario diluendo la propria quota a livello

economico, perché in ogni caso la dual class structure ormai consente di mantenere intatta la quota di controllo.

3.3.2. *Segue. Possibili interpretazioni*

Date le suddette considerazioni, le implicazioni sul WACC sono molteplici. Prendendo come dato che la struttura a doppia classe incita a raccogliere più equity che debito, il risultato più scontato è un costo del capitale più alto, poiché il costo dell'equity è maggiore di quello del debito, avendo i portatori di titoli di debito prelazione di escussione rispetto ai soci. Se però si vuole includere il fatto che un minore indebitamento riduce il rischio di bancarotta (e quindi del beta), allora meccanicamente ci si orienterebbe a pensare ad una diminuzione sia di K_e (minore rischio finanziario) che di K_d (minori spread sui bond). La verità è che l'impatto sul WACC non è scontato e bisognerebbe conoscere quanto gli investitori apprezzano la maggiore stabilità e quanto penalizzano la governance solida e inamovibile. Facendo esempi numerici, la comprensione può risultare più semplice:

- Si supponga che, vista la possibilità di emettere azioni inferior-voting, i founder decidano di finanziare un progetto di espansione interamente con equity, piuttosto che 50/50. Se $K_e = 10\%$ e $K_d = 4\%$, nel primo caso il WACC risulterebbe pari al 10%, mentre nel secondo a 7% ($50\% * 10\% + 50\% * 4\%$). Apparentemente il costo medio ponderato è più basso col debito, che parrebbe più conveniente. Però, come si è visto ci sono altri fattori. Ad esempio, se non fare uso del debito riduce il rischio percepito, il K_e potrebbe abbassarsi al 9% magari, ma poi si potrebbe considerare che gli investitori richiederebbero un premio dell'1% per il governance-risk sul rendimento del capitale proprio, che quindi tornerebbe al 10%. Al contrario, se un debito troppo alto portasse il K_e al 12% e il K_d al 6% come premio al rischio, il WACC con debito sarebbe pari al 9% ($50\% * 12\% + 50\% * 6\%$), che converrebbe rispetto a un 100% in equity al costo del 12%. Insomma, la quantità di trade-off possibili è ampissima e il management deve preoccuparsi di trovare un bilanciamento tra effetto scudo fiscale e costi di agenzia e di rischio quando la struttura di voto è complessa.

Per concludere, si riassumono qui sotto i tre effetti analizzati delle voting structure sul WACC:

- 1) Possibilità di rendere più semplici aumenti di capitale senza perdita di controllo, con conseguente riduzione del rischio di bancarotta e aumento della capitalizzazione di mercato. Risultati sul WACC quindi positivi
- 2) Possibile richiesta di rendimenti maggiori da parte degli investitori su azioni con diritti sostanzialmente limitati e sconto di minoranza. Risultati sul WACC in questo caso negativi
- 3) Status quo dei founders e del management rafforzato con conseguenze variabili sul WACC. Positive se tale posizione porta il governo societario a politiche prudenti e di lungo termine, negative se porta a investimenti poco efficienti o ad abusi di leva.

3.4 Risvolti sulle operazioni di finanza straordinaria (IPO, M&A)

Le strutture di voto hanno implicazioni importanti anche per quanto riguarda le operazioni di finanza straordinaria, inclusi i passaggi di controllo. Occorre fare considerazioni speciali anche riguardo ad aspetti importanti quali trasparenza e asimmetria informativa.

3.4.1. *Segue. IPO*

Recentemente, il fenomeno di aziende che mantengono la dual class structure al momento della quotazione è aumentato (esempi sono Facebook e Google). Durante un'IPO queste strutture influenzano strategie di prezzo e domanda del mercato. Alcuni hanno una cultura "founder-friendly" che li porta a sopportare strutture di controllo molto vigorose a patto che gli insiders rimangano al comando, mentre altri al contrario faticano ad accettare l'idea di investire in società in cui non avranno voce in capitolo.

Scott B. Smart e Chad J. Zutter, due studiosi statunitensi, sono arrivati a un risultato nelle loro ricerche che appare paradossale. Le IPO con strutture a doppia classe dimostrano un

underpricing minore rispetto alle IPO tradizionali³¹. L'underpricing consiste nella differenza tra effettivo prezzo di scambio e primo prezzo, offerto con uno sconto per consentire un benefit ai primi investitori. Nelle dual-class IPO gli investitori richiedono un minore sconto iniziale per diversi fattori. In primo luogo, spesso si tratta di imprese con domanda alta (settore tech molto popolare negli ultimi anni), e la struttura a doppia classe dimostra che gli investitori hanno fiducia nelle prospettive a lungo termine, accettando il minore sconto. Secondo poi, gli azionisti prezzano maggiormente considerando i ridotti rischi di scalate ostili post-IPO. Infine, i founders stessi potrebbero decidere di prezzare più alto non avendo paura di perdere il controllo. Ricerche più recenti mostrano che però poi, nel lungo termine, l'emergere dei costi di governance peggiora le performance degli shares.

Durante il roadshow (incontri nei quali i manager presentano l'investimento a investitori istituzionali), la questione governance deve essere spiegata con massima trasparenza. È buona prassi che il prospetto informativo includa i rischi connessi alle azioni a voto condizionato e/o plurimo. Alcuni investitori istituzionali specializzati adottano check-list di corporate governance e applicano un piccolo haircut valutativo alle società con strutture a voto diseguale. Nei mercati di Singapore e Hong Kong sono stati posti limiti a tutela, quali ad esempio il tetto a 10:1 nel rapporto dei diritti di voto fra classi e l'obbligo che i possessori di azioni super-voting siano allo stesso tempo executive della società, al fine di tranquillizzare la platea di investitori. L'Italia, con Borsa Italiana, ha preferito l'approccio basato sulle azioni che acquisiscono voti con la fedeltà, percepito in maniera positiva perché meno ingiusto in sede di IPO.

Focalizzandosi sulle azioni a voto condizionato, il mercato potrebbe percepire queste particolari categorie in maniera positiva o negativa e una parte importante la gioca la comunicazione. Ad esempio, il messaggio "emettiamo una categoria di azioni che di norma non votano, ma se si verifica X allora voteranno" potrebbe essere interpretato come un meccanismo di salvaguardia, poiché rende consapevoli gli investitori che, nel caso in cui si abbia una cattiva gestione che li porti a non ricevere compensi, potranno mettere direttamente mano sull'operato. Ciò potrebbe rendere le azioni senza voto più appetibili

³¹ Eldar, O. (2021). The rise of dual-class stock IPOs. New York University School of Law.

all'emissione, riducendo lo sconto richiesto. Tirando le somme quindi, se si vuole ottenere il prezzo più alto possibile in fase di IPO, conviene adottare il principio one share – one vote, che comunica trasparenza e poca complessità. D'altro canto, se si è più interessati al mantenimento del controllo, può avere senso offrire azioni con diritti troncati ottenendo in cambio un prezzo inferiore. Recenti ricerche mostrano come IPO a doppia classe, pur non avendo subito sconti importanti nelle prime fasi, ricevono di continuo pressioni da investitori istituzionali che temono effetti negativi sul rendimento di lungo periodo aggiustato per il rischio, e quindi chiedono di evitare tali strutture³².

3.4.2. *Segue. M&A*

interfacciandosi a operazioni di acquisizione e fusione, è bene evidenziare come il diritto di voto, che attribuisce il controllo, è l'effettivo oggetto della stessa transazione. Il premio che viene pagato è direttamente proporzionale al controllo che attribuisce un insieme di azioni. È chiaro, quindi, come pacchetti azionari che garantiscano maggioranza in assemblea verranno scambiati a una cifra molto maggiore della somma dei valori dei singoli shares.

In una impresa che utilizza una struttura one share – one vote, se un soggetto vuole il controllo deve comprare almeno il 50% delle azioni. In una società con struttura doppia invece un potenziale acquirente può assumere il controllo acquistando solo la classe ad alto voto dai suoi titolari. Nei paesi privi della legge sull'OPA obbligatoria, i minoritari restano danneggiati, poiché i controllanti incassano il premio, mentre loro restano con titoli posseduti da un nuovo padrone e dello stesso valore (al massimo leggermente superiore). Un'esempio si ebbe nell'Italia pre-introduzione dell'OPA obbligatoria del 1992, che successivamente impose l'obbligo, appunto, per chi acquisisce più del 30% di voti di lanciare un'offerta a tutti alle stesse condizioni. Questo ha ridotto la possibilità di avere premi di controllo concentrati. Ma precedentemente, nel caso Mondadori del 1991, la battaglia per il controllo societario tra Berlusconi e De Benedetti portò il prezzo delle ordinarie alle stelle, lasciando le risparmio a soglie bassissime, a dimostrazione del fatto che gli investitori valutavano con un premium solo le azioni che attribuissero controllo.

³² Egan, T., Wong, I., Bell, M., & Thompson, J. (2020). The revival of dual class shares. Baker McKenzie.

Le azioni a voto condizionato sul fronte M&A si possono rivelare uno strumento molto utile per evitare takeover ostili. Infatti, si supponga una struttura formata per il 40% da azioni con condizione (che votano solo al verificarsi di determinate condizioni) e per il 60% da ordinarie. Un potenziale raider potrebbe all'inizio credere che acquistare quante più ordinarie possibili gli garantisca il controllo. Ma se la società non paga più dividendi (magari proprio perché sotto attacco) quel 40% acquisirebbe il diritto di voto, abbassando il potere del raider se non si è tutelato acquisendone una quota sostanziosa. Durante un'acquisizione meno aggressiva, invece, le parti potrebbero venirsi incontro con conversioni. Queste potrebbero prevedere un premio di +20% ai titolari delle risparmio e +25% ai proprietari delle ordinarie, al fine di arrivare a una sostanziale revoca delle azioni non votanti acquisendo il 90% della società.

Il premio di controllo nelle transactions si definisce come la differenza tra il prezzo pagato per ogni azione nell'acquisizione e il prezzo effettivo pre-offerta. Questo, secondo studi internazionali, è mediamente intorno al 20-30% nei takeover ostili statunitensi di società che utilizzano il one share – one vote. Ed è qui che l'esistenza di un premio al voto in una dual class pre deal può aiutare a prevedere la distribuzione del premium in caso di acquisizione. Infatti, come detto precedentemente, potenziali acquirenti potrebbero intuire preventivamente la necessità di fare un'offerta congrua ai non votanti per convincerli. In alcuni casi, invece, l'acquirente aggira il problema attraverso *class action settlement* che garantiscano compensazione economica, come nel caso di Google-Alphabet per gli azionisti di classe C, che avevano fatto causa sostenendo di essere stati penalizzati in confronto alla classe A.

Da valutare è anche il premio di maggioranza interno, in questo caso in operazioni di fusione tra società aventi azionariato concentrato, attraverso il quale la parte che perde il controllo richiede una buonuscita, spesso rappresentata da ruoli di governance post-fusione o da concambio azionario favorevole.

La trasparenza e la limitazione delle asimmetrie informative verso il mercato, in presenza di azioni a voto condizionato, diventa fondamentale³³. Infatti, gli investitori devono

³³ Goshen, Z., & Hamdani, A. (2016). Corporate control and idiosyncratic vision. *The Yale Law Journal*, 125(3), 560–617.

conoscere in maniera perfetta le clausole (anche per esempio a riguardo del tempo richiesto dopo una mancata distribuzione di dividendi per acquisire il voto). Non agendo in questo modo, le società rischiano confusione e forti moti speculativi, che potrebbero portare gli attuali detentori delle condizionate a scontare negativamente qualsiasi segnale opaco. L'asimmetria informativa si sostanzia anche nel prezzo. I premium voting e gli sconti di minoranza possono essere considerati indicatori che quantificano quanto il mercato percepisce di non sapere o di non poter intervenire. Quindi il premio al voto alto può riflettere l'idea del mercato, secondo la quale i soci di controllo hanno accesso a informazioni che gli permettono di estrarre valori che altri non riuscirebbero a estrarre. Misure di trasparenza (per esempio dei say-on-pay per i manager), allora, possono essere necessarie per far riacquisire fiducia al mercato e diminuire lo spread di prezzo. Infatti, In Italia, la discesa del Testo Unico della Finanza 1998, con regole sul governo d'impresa e la tutela delle minoranze, ha coinciso con una diminuzione sensibile del premio al voto medio (fino a sette punti percentuali in meno, quindi un abbattimento di 25 punti del valore medio sui benefici privati pre-1998).

Infine, andando ad analizzare il rovescio della medaglia, l'elevata complessità creata dalle strutture con condizioni inusuali può portare il mercato ad errate valutazioni e totale incomprensione. La ratio del limite pari al 50% del capitale sociale all'emissione di queste categorie è proprio quella di risolvere tale problema. Impedendo infatti ai gruppi di controllo di scambiare sul mercato solo azioni prive di voto a investitori poco informati per tenere in mano le redini, si facilita il riacquisto di fiducia degli investitori nei confronti della società.

CONCLUSIONI

Le ricerche effettuate in questa tesi hanno avuto l'obiettivo di esplorare il fenomeno delle azioni a voto condizionato, in una visione d'insieme che include sia riflessioni in tema di diritto societario che di finanza aziendale. Dal lato giuridico si è innanzitutto voluto partire dai principi normativi fondamentali che regolano la disciplina d'insieme delle azioni. Così facendo si è avuto modo, più avanti, di chiarire come la struttura con condizione rappresenti una importante deviazione dal principio one share – one vote, garantendo l'utilizzo di meccanismi più flessibili di raccolta di capitale e di governance. Nonostante sia innovativo, questo strumento si è visto capace anche di generare criticità dal punto di vista del diritto, erodendo il principio di parità di trattamento o la tutela delle minoranze, argomenti degni di elevata attenzione e cura.

Quando si è spostata, in parte, l'attenzione sulla rilevanza finanziaria, è stata dapprima fornita una panoramica dei principali metodi di pricing di uno stock e valutativi di un'impresa in generale. Partendo da queste basi è stato possibile sviluppare un modello sulla base di studi recenti con il quale stimare il voting premium, che si è confermato essere rilevante, seppur volatile. In particolare, studiando le cause e le tempistiche di questo fenomeno, è stato evidenziato come gli investitori attribuiscono un premio a queste azioni dotate di particolari clausole che provocano all'occorrenza l'acquisto del diritto di voto, soprattutto quando si è in prossimità di eventi determinanti per la vita aziendale, quali mancata distribuzione di dividendi o cambi al potere. L'analisi empirica effettuata attraverso ricerca ed estrazione di dati reali sottolinea che questo premium varia fortemente in base a vari fattori, quali regione d'appartenenza della società, trasparenza, capitalizzazione di mercato, normativa in tema di tutela delle minoranze e percentuale di controllo che le azioni in esame attribuiscono.

Si è ritenuto poi interessante analizzare l'influenza, anche in questi contesti rilevante, di strutture atipiche di voto sulle operazioni di finanza straordinaria. Infatti, la presenza di clausole condizionanti facilita sia l'ingresso al mercato dei capitali, pur conservando il governo societario nelle mani di founders e insiders, ma funge anche da elemento strategico per evitare acquisizioni ostili influenzando il control premium e la

contendibilità assembleare. Tuttavia, ci sono anche possibili criticità in tema di IPO, quali impatti negativi sulla valutazione di breve termine, problemi di esagerata complessità e complicata individuazione del control premium quando si parla di M&A.

Con un occhio e soprattutto la testa al futuro, le prospettive sull'utilizzo consistente e prolungato di queste particolari strutture di voto sono più favorevoli che contrarie. Esse, in fin dei conti, rappresenta\no un promettente strumento in grado di far conciliare varie esigenze in contesti economici sempre più dinamici. Sono necessari però studi più specifici e concreti, che possano approfondire e stabilire definitivamente gli effetti sulla governance e le performance aziendali. Infine, si può dire (con orgoglio) che l'apparato normativo italiano è molto ben sviluppato in materia e non è da escludere che possa nel tempo fungere da guida degli sviluppi internazionali, contribuendo a definire un complesso di leggi comuni a tutti gli stati che assicuri trasparenza, tutela degli investitori ed equilibrio.

BIBLIOGRAFIA

Campobasso, G.F. (2022). Manuale Di Diritto Commerciale: Ottava edizione a cura di Mario Campobasso, Milano, pp. 197-207.

Pollastro, I. (2021). Il voto condizionato nella società di capitali. Giuffrè Editore.

Brocardi. (2023). Codice civile 2023.

Legge 11 agosto 2014, n. 116. (2014). Conversione in legge, con modificazioni, del D.L. 24 giugno 2014 n. 91, cd. “Decreto Competitività”.

Tombari, U. (2016). Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto. Giappichelli.

Italia. (1998). Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

Bianchi, L. A., & Cariello, V. (2017). Governo societario, azioni a voto multiplo e maggiorazione del voto. Giappichelli.

Consob (2014). La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo. Quaderni Giuridici, N. 5, gennaio 2014.

Borsa Italiana. (2007). Azioni Sviluppo: strumento per la crescita delle imprese

European Commission. (2013). Green Paper – Long-term financing of the European economy (COM(2013) 150 final). Bruxelles: Commissione Europea.

Gladman, K., & Young, B. (2012). The dangers of dual share classes. Harvard Law School Forum on Corporate Governance.

Council of Institutional Investors. (n.d.). Dual-Class Stock.

Osborn, A. (2003, May 14). State's golden share in BAA is illegal. *The Guardian*.

MEF Dipartimento del Tesoro. (n.d.). Che cosa si intende per “Golden Share”/”Golden Power”?

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2022). *Principles of corporate finance* (14th ed.). McGraw-Hill Education.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3rd ed.). Wiley

Damodaran, A. (2014). *Valutazione delle aziende* (S. Minozzi, F. Bufalari & C. Consolandi, a cura di). Apogeo Education.

Linciano, N. (2002). Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione (Quaderni di Finanza, N. 53). Consob.

Cox, S. R., & Roden, D. M. (2008). *The market value of voting power and dividends*. Indiana University.

Kalay, A., & Pant, S. (2009). *The market value of the vote: A contingent claims approach* (Working Paper). Stern School of Business, New York University.

Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2013). Shareholder power and corporate risk taking: Evidence from the value of voting rights. *Journal of Corporate Finance*, 23, 1–19.

Cremers, K. J. M., Lauterbach, B., & Pajuste, A. (2020). *The life-cycle of dual class firm valuation* (ECGI Finance Working Paper No. 550/2018). European Corporate Governance Institute.

Committee on Capital Markets Regulation. (2020, April). The rise of dual class shares: Regulation and implications.

CalPERS. (2018, April). Dual Class/Non-Voting Shares Update (Agenda Item 6a, Attachment 1). California Public Employees' Retirement System.

Jiang, F., Kim, K. A., & Zhang, M. (2023). Dual-class share structure and firm risks. *Journal of Corporate Finance*, 81, 102419.

Eldar, O. (2021). The rise of dual-class stock IPOs. New York University School of Law.

Egan, T., Wong, I., Bell, M., & Thompson, J. (2020). The revival of dual class shares. Baker McKenzie.

Goshen, Z., & Hamdani, A. (2016). Corporate control and idiosyncratic vision. *The Yale Law Journal*, 125(3), 560–617.

SITOGRAFIA

<https://www.gazzettaufficiale.it>

<https://www.giappichelli.it>

<https://www.borsaitaliana.it>

<https://www.ilsole24ore.com>

<https://www.consob.it>

<https://www.bankpedia.org>

<https://www.stern.nyu.edu>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.theguardian.com>

<https://www.mef.gov.it>

<https://www.brocardi.it/>

<https://www.yale.edu/>

<https://www.hup.harvard.edu/>

<https://www.bakermckenzie.com/en/>

<https://corpgov.law.harvard.edu/>

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0927539813000649>

<https://capmktreg.org/wp-content/uploads/2022/11/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1-1.pdf>

<https://www.stout.com/en/insights/article/price-differentials-between-voting-and-nonvoting-stock>

<https://www.calters.ca.gov/documents/201804-invest-item06a-01-a/download>

<https://scholarworks.iu.edu/iuswrrest/api/core/bitstreams/bd7da3ca-2828-4a62-91e6-264a03df0b72/content>

<https://www.ecgi.global/sites/default/files/The%20Life-Cycle%20of%20Dual%20Class%20Firm%20Valuations-%20Paper.pdf>

https://www.cii.org/dualclass_stock

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52013DC0150>

<https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2020/03/the-revival-of-dual-class-shares.pdf>

<https://www.law.nyu.edu/sites/default/files/The%20Rise%20of%20Dual-Class%20Stock%20IPOs%20-%2020211122.pdf>

