

Gli strumenti di potenziamento del voto tra sviluppo del mercato dei capitali e protezione degli azionisti

**L'utilizzo in Italia e le principali esperienze
internazionali**

Roma, 3 luglio 2025

L'attualità del tema

La premessa è la crisi dei mercati pubblici dei capitali, che interessa, pur con diversa intensità, tutti i sistemi: crescenti difficoltà ad attrarre sul mercato nuove società, soprattutto quelle ad alto potenziale di crescita, mentre aumenta il going private.

I vantaggi “competitivi” del mercato privato:

- Possibilità di adottare strategie di investimento di più lungo periodo
- Possibilità di definire assetti proprietary e di governance personalizzati e stabili

L'impovertimento del mercato pubblico (meno società, minori rendimenti) può avere effetti negativi sulla crescita economica e sull'efficiente allocazione del risparmio.

Le reazioni dei policy makers

Tentativo di rivitalizzare i mercati pubblici attingendo ai vantaggi dei mercati privati:

- Contenere lo short-termism
- Liberalizzare gli assetti di controllo e governance.

Principale strumento: consentire potenziamento dei diritti di voto

- Avvio negli USA, dual-class-shares ammesse sul NYSE, (fine anni '90)
- Sperimentazioni “mirate” nei mercati asiatici (ultimi dieci anni)
- La strada delle loyalty shares nell'Europa “Latina” (Francia, Italia, Belgio e Spagna tra 2013 e 2020)
- L'apertura al voto multiplo nei “templi” del OSOV, UK e Germania, ma anche Italia (ultimi 4 anni)
- Mantenimento del regime liberale nei paesi nordici e Olanda

Gli effetti sul mercato

Significativi per le IPO negli USA, soprattutto, ma non solo, nel settore high-tech.

Ancora modesti nei paesi asiatici, con la parziale eccezione di Hong Kong.

Ampio uso delle loyalty shares da parte delle società già quotate in Francia e Italia.

Da verificare negli altri paesi europei, data la recente adozione.

Mantenimento di alti livelli di vivacità del mercato nei paesi nordici e in Olanda.

Indicazioni: gli effetti sul mercato necessitano di tempi medio-lunghi e sono influenzati dal grado di maturità dell'eco-sistema e dalle caratteristiche delle imprese (successo negli US e nei paesi nordici).

La morfologia del fenomeno

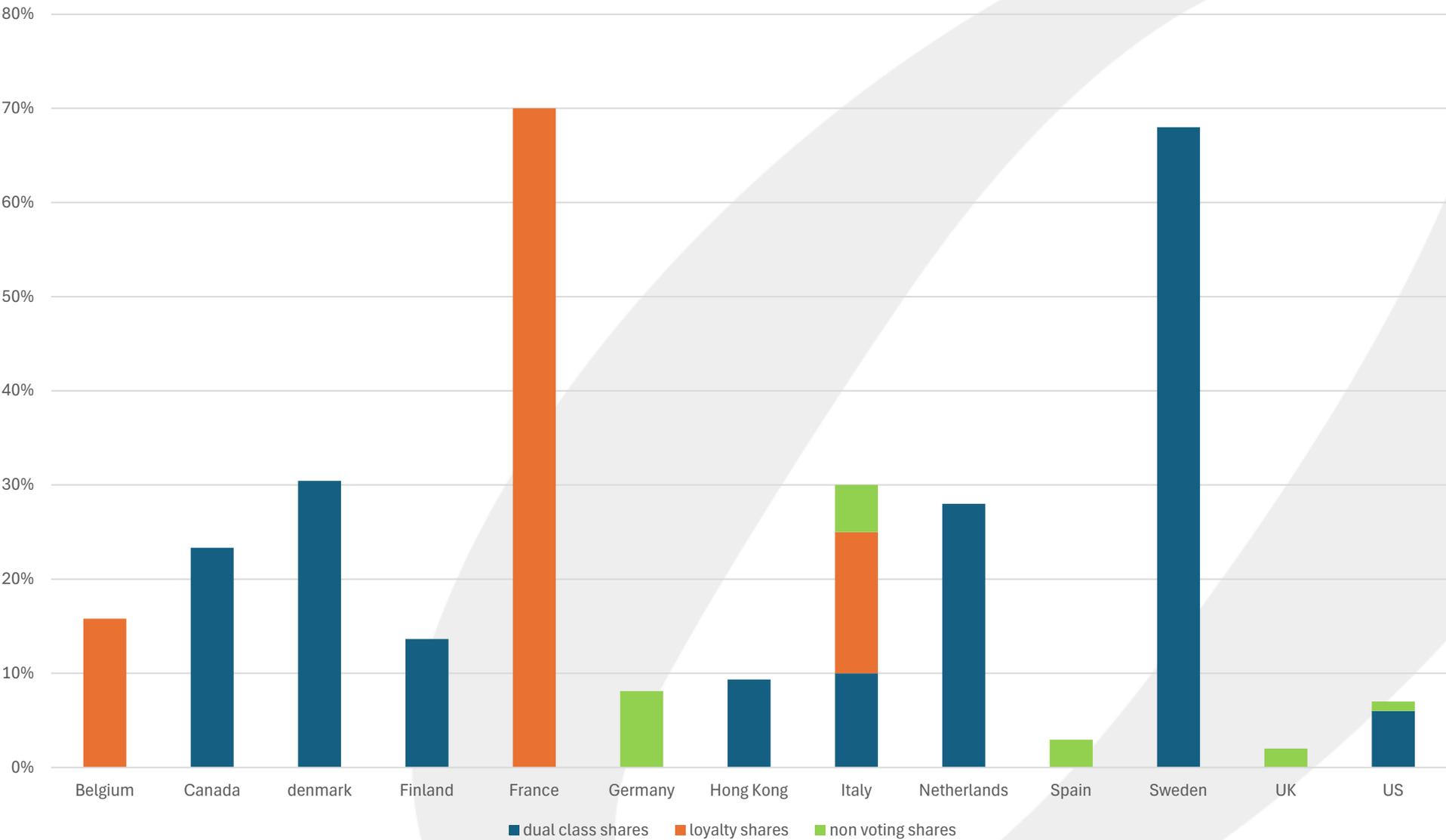
A prescindere dai diversi sistemi normativi, nella prassi estrema variabilità nell'uso degli strumenti di potenziamento del voto.

La frequenza è molto elevata in Francia e Svezia (circa due terzi delle blue-chips), significativa in Canada, Italia, Olanda e Danimarca (intorno a un terzo), mentre è ridotta in US, Germania, Belgio, Hong Kong e Finlandia (intorno al 10%) e episodica in Spagna e UK.

L'intensità (rapporto tra quota di diritti di voto e quota sul capitale), è molto elevata in US (media=7) e Hong Kong (4), mentre è più contenuta nei paesi nordici (2), pur senza significativi limiti normativi, e in Italia e Francia (1,5).

La finalità è il mantenimento di un controllo assoluto (circa 2/3) in US, Danimarca, Finlandia Hong Kong e Italia, mentre di un controllo relativo (circa 1/3) in Francia e Svezia.

società blue chips con voto potenziato
(numero società in % del totale)



Gli effetti sugli assetti di controllo (blue chips)

	Quota diritti di voto (media)	Quota di capitale (media)	Moltiplicatore (media)	Moltiplicatore (massimo)	Moltiplicatore (minimo)
Danimarca	59,1%	30,3%	2,0	2,7	1,2
Finlandia	54,0%	29,3%	2,1	2,7	1,3
Francia	34,85%	23,8%	1,5	2,0	1,0
Hong Kong	63,0%	16,6%	4,1	6,1	3,1
Italia	59,7%	42,0%	1,4	1,6	1,3
Svezia	38,6%	19,4%	2,3	4,9	1,0
US	70,9%	22,0%	7,3	32,5	1,0

La regolazione delle azioni a voto potenziato

Pluralità di strumenti ammessi nei vari ordinamenti:

- Classi di azioni a voto differenziato (dual class shares)
- Premio di fedeltà per le azioni ordinarie (loyalty shares)
- Azioni senza voto con privilegi patrimoniali (preferred shares)

La regolazione può imporre vincoli all'uso dei vari strumenti:

- Sunset clause e/o limiti al numero massimo di voti e/o introduzione pre-IPO per le dual class shares
- Periodo minimo di detenzione e limiti al numero massimo di voti per le loyalty shares
- Privilegi minimi e/o la quotazione solo con quotazione ordinarie per le preferred shares
- Sterilizzazione del voto potenziato per alcune delibere
- Limitazioni soggettive (Start-up e/o high tech e/o comparti di mercato)

I modelli di regolazione

Due modelli “estremi”:

- In US, Canada e Olanda, pressochè totale liberalizzazione. L'unico limite è l'emissione pre-IPO
- Nei paesi asiatici, estrema tipizzazione degli strumenti, degli emittenti e ampio ricorso ai limiti

Il modello dei paesi nordici: tipizzazione delle azioni a voto multiplo con meccanismi di sterilizzazione (doppia maggioranza sui diritti di voto e capitale) per deliberare assemblea straordinaria.

Vari modelli intermedi negli altri paesi europei (in evoluzione):

- tipizzazione delle loyalty shares (Belgio, Italia, Spagna e Francia come default) con limiti ai voti (2, portato a 10 in Italia).
- tipizzazione delle azioni a voto multiplo (Francia, Italia, Germania e UK), solo pre-IPO, con varie limitazioni, solo limite ai voti (10) in Italia,

I modelli di regolazione

		Tipizzazione strumenti	limiti soggettivi	sunset	limiti a moltiplicatore	limiti a delibere
ampia liberalizzazione	US, Canada, Olanda	no	no	no	no	no
voto multiplo nordico	Danimarca, Finlandia	sì	no	no	no	sì
	Svezia	sì	no	no	sì	sì
voto multiplo e maggiorato	Francia, Italia maggiorato	sì	no	no	sì	no
	Francia multiplo	sì	no	sì	no	sì
	Italia multiplo	sì	no	no	sì	no
voto maggiorato	Belgio, Spagna	sì	no	no	sì	no
"nuovo" voto multiplo europeo	Germania	sì	no	sì	sì	sì
	UK	sì	no	no	no	sì
"nuovo" voto multiplo asiatico	Cina, Corea, Giappone, HK, India, Singapor e	sì	sì	sì	sì	sì

Un tema centrale nel dibattito: la sunset clause

Emerge nel contesto US, per la prevalenza (sovrastimata) delle dual class in un particolare modello di impresa (growth companies in settori high-tech, legate alla figura del fondatore)

L'esperienza di ingegnerizzazione regolatoria di questo modello nei paesi asiatici non ha prodotto risultati significativi.

Recente adozione in alcuni paesi europei: da verificare gli effetti (significativo il “passo indietro” in UK).

Problematica rispetto alle caratteristiche delle imprese europee (modello familiare) e alle loro esigenze di crescita (vedi modello scandinavo).

Anche in US, l'evoluzione della prassi vede una crescente attenzione al tema, ma con soluzioni diverse da un limite temporale fisso.

La presenza di sunset clauses nelle società US con dual class

Un quota rilevante e crescente (poco meno della metà) delle società quotate sul mercato americano con dual class shares hanno adottato volontariamente un limite alla validità del voto multiplo.

Nella maggior parte dei casi (3/4), il limite è legato al venir meno del ruolo manageriale del fondatore.

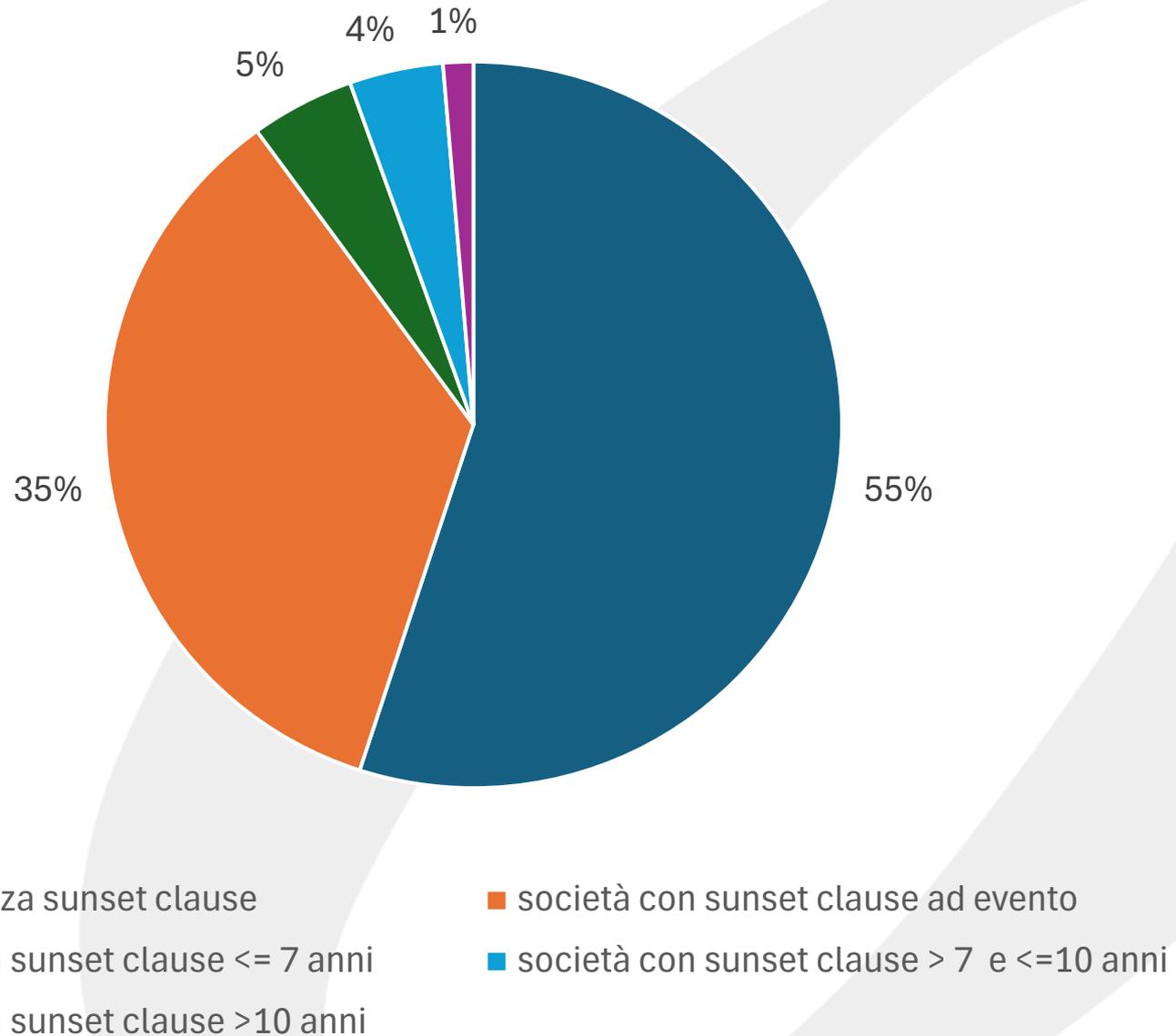
Solo in circa il 10% del totale delle società con dual class è stato adottato un limite temporale fisso automatico (sunset con numero di anni), salvo rinnovo.

In meno della metà dei casi questo limite è non superiore a 7 anni, come richiesto dagli investitori istituzionali e dai proxy advisors.

La durata delle sunset clause nelle società US con dual class

anni per sunset	quota società
5	10,3%
7	35,3%
10	41,2%
15	5,9%
17	1,5%
20	4,4%
50	1,5%

La presenza di sunset clause nelle società US con dual class shares



Quali misure di salvaguardia?

Obiettivo: evitare abusi nelle operazioni dove l'azionista di controllo è in potenziale conflitto di interessi:

- adozione da parte dell'assemblea, significativa soprattutto per loyalty shares (attivabili post-IPO)
- modifiche dello statuto
- operazioni straordinarie e operazioni con parti correlate

In Italia, già previste misure di protezione (maggioranza qualificata per assemblea straordinaria, regolamento OPC).

Da esplorare la possibilità di rafforzare le misure per alcune operazioni (adozione voto super-maggiorato, modifica oggetto sociale, remunerazioni): doppia maggioranza (sui voti e sul capitale) o parere vincolante degli amministratori indipendenti)

Inefficienza del white-wash (abbandonato anche in UK per OPC)

La reazione del mercato all'introduzione del voto maggiorato

Un'analisi (cfr. Bajo, Barbi, Bigelli, Croci 2020) compiuta sulle società italiane che hanno introdotto lo strumento tra il 2015 e il 2019 (circa il 20% del listino) mostra:

- Nonostante un'opposizione di principio da parte degli investitori Istituzionali, la loro presenza nel capitale non si è ridotta (anzi è aumentata);
 - La reazione dei prezzi all'annuncio è stata non significativa (comunque lievemente positiva soprattutto per le società familiari)
 - Non si riscontra alcuna perdita di valore negli anni successivi
- Assonime e Consob hanno avviato un Progetto di ricerca per aggiornare questa analisi al periodo successivo.

Quale spazio per l'autodisciplina?

Il Codice di Corporate Governance Italiano responsabilizza il board nelle eventuali proposte di potenziamento del voto:

- Devono essere funzionali alle esigenze dell'impresa
- Trasparenza sulle motivazioni, gli effetti attesi sulla struttura proprietaria e di controllo e sulle strategie future
- Trasparenza sul processo decisionale (incluse eventuali dissenting opinion)

Assonime ha fornito ulteriori indicazioni (soprattutto per eventuale ricorso a maggiorato «potenziato» ex DDL Capitali)

- Indicare chiaramente se legato a progetti di crescita esterna della società (acquisizioni con aumenti di capitale e/o fusioni)
- Prevedere parere non vincolante di comitato con maggioranza di indipendenti

Uno spunto dal Codice danese: il board valuta periodicamente la coerenza delle strutture di voto potenziato con la strategia e la creazione di valore nel lungo termine, pubblicando gli esiti

Conclusioni

Uno strumento ormai pienamente incorporato nei sistemi normativi di tutti i principali paesi.

Estrema diversificazione dei modelli di regolazione e delle prassi. Nei sistemi con mercati dei capitali più dinamici (US, paesi nordici, Olanda), il modello di regolazione diretta degli strumenti è poco o per nulla prescrittivo, mentre la regolazione si concentra sugli strumenti generali di protezione degli azionisti.

In Italia, questi strumenti sono già particolarmente robusti (OPC, quorum assembleari) e, date le difficoltà strutturali di accesso al mercato non sembra opportuno aggiungere limiti ulteriori rispetto a quelli presenti (quali quelli suggeriti dalla direttiva europea).

Anche l'autodisciplina è già all'avanguardia rispetto agli standard internazionali. Possibile ulteriore evoluzione: maggiore responsabilizzazione del board (cfr. Codice danese,) e sviluppo best practice per delibere assembleari particolarmente delicate. ¹⁸