

Corporate governance in Italia Analisi sugli strumenti di potenziamento dei diritti di voto

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

Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà: un'analisi empirica

Consob – Comitato Italiano per la Corporate Governance – Assonime

Auditorium Via Claudio Monteverdi, 35



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Federico Ghezzi - Federico Urbani

3 luglio 2025

La diffusione di meccanismi di rafforzamento del voto (CEMs)

I *CEMs* sono stati introdotti / potenziati in molti ordinamenti perché si ritiene che:

- essi possano contribuire alla crescita economica, poiché spingono alla quotazione le imprese o, meglio, gli imprenditori (specie quelli innovativi) consentendo loro una più agevole e meno costosa raccolta dei capitali di rischio, al tempo stesso proteggendoli dal rischio di perdita del controllo;
- un elevato grado di separazione tra potere e rischio possa favorire l'obiettivo di generazione di valore nel lungo periodo, in ottica di sostenibilità, soprattutto in presenza di strutture a proprietà concentrata e familiare.

Il panorama internazionale è variegato e le soluzioni disponibili agli operatori nei diversi mercati sono frutto di una «gara» che, soprattutto nel corso degli ultimi anni, si è innescata tra vari ordinamenti, e a più livelli, sia in Europa, sia in altri continenti, al fine di offrire le più efficaci combinazioni di aperture a forme di maggiorazione / moltiplicazione dei diritti di voto e tutele della generalità degli azionisti.



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Le possibili **distorsioni** del voto multiplo

La generalità degli azionisti deve essere tutelata a fronte delle possibili distorsioni derivanti dalla presenza di azioni a voto rafforzato.

Tutti gli ordinamenti riconoscono che un loro indiscriminato utilizzo può determinare problemi di *governance*, aggravando i tipici (e ineliminabili) rischi derivanti dal rapporto di agenzia e dalla presenza di un azionista di controllo.

La dissociazione fra poteri corporativi ed esposizione rischio può determinare:

- il mancato funzionamento del mercato del controllo societario;
- il verificarsi di condotte di c.d. *entrenchment* in favore degli azionisti di controllo;
- il verificarsi di condotte di «incanalamento» del patrimonio sociale (c.d. *tunnelling*);
- la promozione degli interessi dell'azionista dotato di voti rafforzati a discapito di quelli della società e della generalità degli azionisti.



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

I “contrappesi” al voto multiplo: la tutela degli azionisti

Le scelte di *policy* più recenti non vertono più su soluzioni draconiane (*i.e.* il divieto di emissione di azioni a voto rafforzato), ma si fondano su limiti, condizioni e temperamenti che devono essere introdotti per trovare un punto equilibrio efficace tra i diversi obiettivi e interessi in gioco.

Vi è una molteplicità di possibili soluzioni:

- ❑ *sunset clauses* oggettive, cioè legate al verificarsi di taluni eventi o al raggiungimento di un determinato termine di durata, al trasferimento del controllo o delle singole azioni, alla detenzione da parte del socio di controllo di una certa percentuale del capitale;
- ❑ *sunset clauses* soggettive, quindi legate alle sorti dell'azionista;
- ❑ limitazioni all'applicazione del voto plurimo (con la temporanea riemersione del principio «un'azione-un voto») in relazione a determinati argomenti (e.g. nomina dei componenti degli organi di controllo, fusione o acquisizione della società, *delisting*, esecuzione di operazioni con parti correlate);
- ❑ imposizione di specifici presidi di corporate governance, anche legati alla «creazione» delle azioni a voto rafforzato.



I “contrappesi” al voto multiplo (**rectius**, plurimo) nella Dir. UE 2024/2810: la tutela degli azionisti

La Dir. (UE) 2024/2810 in materia di *multiple vote share structures* impone alcune (blande) limitazioni a salvaguardia di un trattamento equo e non discriminatorio degli azionisti. Gli SM possono introdurre misure ulteriori (quali *sunset clauses* soggettive, oggettive o temporali):

- adozione di una struttura con azioni a voto plurimo (AVP) deve essere approvata da maggioranza qualificata degli azionisti;
- impatto AVP sul processo decisionale assembleare deve essere limitato, prevedendo, alternativamente:
 - rapporto max tra il # di voti incorporati nelle AVP e il # di voti attribuiti alle azioni con diritti di voto inferiori (incluse quelle con voto pari all'unità);
 - obbligo che le decisioni soggette a una maggioranza qualificata, ai sensi del diritto nazionale (escluse quelle relative alla nomina e alla revoca dei membri degli organi sociali) siano adottate a maggioranza qualificata: (i) sia dei voti espressi, sia della frazione di capitale sociale rappresentato in assemblea o del numero di azioni rappresentate in assemblea, oppure (ii) dei voti espressi e siano oggetto di una votazione distinta all'interno di ciascuna categoria di azioni i cui diritti sono interessati.

Ambito di applicazione: sistemi multilaterali di negoziazione, che comprendono i mercati di crescita per le PMI



L'utilizzo in concreto del voto plurimo (VP) in Italia

Il VP, nel contesto normativo nazionale, è a disposizione:

- a) delle società chiuse (le cui azioni non sono dunque immesse in alcun sistema di negoziazione);
- b) delle società con azioni quotate in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF);
- c) delle società con azioni quotate in un mercato regolamentato.

Nell'ipotesi *subc*), tuttavia, lo strumento del VP deve essere necessariamente introdotto prima dell'ammissione alla negoziazione delle azioni.

Sotto un profilo temporale, la facoltà di emettere AVP sussiste da poco più di dieci anni:

- dalla metà del 2014 all'inizio del 2024 con una soglia massima di 3 voti per azione;
- dal marzo del 2024 con un moltiplicatore incrementato a massimi 10 voti per azione, per effetto della Legge Capitali.



L'utilizzo in concreto del VP in Italia (2)

Nel periodo che ha fatto seguito all'introduzione del VP quest'ultimo è stato adottato in scarsa misura:

- Da società chiuse, che, evidentemente, prediligono altri strumenti di rafforzamento del controllo;
- E (in fase di pre-quotazione) da società le cui azioni sono state successivamente ammesse alla negoziazione sul mercato regolamentato (Euronext Milan): fra le circa 200 società con azioni quotate su quest'ultimo mercato ve ne sono solo 6 con azioni a VP (~3% del totale).

Maggiore è, invece, la **diffusione** di questo *CEM* fra le società che hanno avuto accesso al sistema multilaterale di negoziazione «di crescita» italiano (**Euronext Growth Milan**):

- fra i circa 200 emittenti, sono presenti categorie di AVP in **36** società (dati al 30 aprile 2025).



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: 1. Euronext Milan (1)

Le società quotate i cui statuti prevedono categorie di AVP – 6 imprese di medie dimensioni ai sensi del (v. Appendice; la prima fra esse è 101° per capitalizzazione) – si caratterizzano (prima dell'introduzione del voto plurimo) per la presenza di un **fondatore o di un nucleo familiare di riferimento** al quale è ascrivibile una posizione di controllo di fatto (fra ~39% e ~46%) ovvero di diritto (fra ~53% e ~60%).

Mai il nucleo di controllo (prima dell'introduzione del VP) è titolare di partecipazioni, rapportate all'entità del capitale sociale, tali da garantire un dominio incontrastato sull'assemblea in sede straordinaria (ossia superiori alla soglia del 66,67%).

In 2/3 dei casi tutte le AVP in circolazione sono concentrate nelle mani del fondatore o del nucleo familiare di riferimento: **lo strumento è dunque pensato come un CEM dedicato al rafforzamento del potere del nucleo già di controllo** in fase di pre-quotazione.

In tutti i casi il moltiplicatore del voto è fissato in 3 voti per azione, la massima leva del controllo disponibile al momento della quotazione delle azioni di tali società sul mercato.



Analisi empirica: 1. Euronext Milan (2)

Il VP costituisce il solo *CEM* dispiegato dalla regolazione statutaria: nessuna delle società quotate con azioni a voto plurimo sfrutta altri strumenti di dissociazione tra potere e rischio.

Quanto agli effetti del VP:

- in 3 casi (50%) esso **conduce a disporre di un numero di diritti di voto tale da garantire la determinazione degli esiti della votazione in sede di assemblea straordinaria** (in 2 casi muovendo dal controllo di diritto, in 1 caso dal controllo di fatto);
- in 3 casi (50%) esso non assicura *ipso facto* il dominio sull'assemblea straordinaria, seppure l'incremento dei diritti di voto porti **da una posizione di controllo di fatto a una di diritto**.

Il VP, dunque, non raggiunge sempre il risultato di sterilizzare il potere di blocco delle minoranze (pur molto difficile e oneroso).



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: 1. Euronext Milan (3)

Gli statuti delle società che prevedono la presenza di AVP configurano quest'ultimo come uno strumento *simil-loyalty*, ossia dalle caratteristiche tipiche della maggioranza del diritto di voto riconosciuta agli «azionisti fedeli».

Ciò non tanto con riferimento ai meccanismi di attribuzione del voto sovra-unitario, quanto piuttosto avendo riguardo al **mantenimento del beneficio del VP**.

Gli statuti prevedono infatti l'automatica **conversione delle AVP in azioni ordinarie**, con reviviscenza del criterio «un'azione-un voto», in caso di trasferimento degli strumenti in questione a terzi esterni al nucleo di controllo. La perdita del beneficio del VP in caso di trasferimento sterilizza il sovra-premio di controllo astrattamente connesso al *CEM* in discorso, in quanto, all'atto del trasferimento delle azioni, la dissociazione tra potere e rischio viene meno.

Nella prassi il VP si caratterizza quindi come **strumento che favorisce il mantenimento, per cessione/trasmissione ereditaria, del potere di influenza dominante ma che sfavorisce il mercato del controllo**.

Quindi, un meccanismo che se favorisce, forse, l'offerta, potrebbe deprimere la domanda di titoli di queste società.



Analisi empirica: 2. Euronext Growth Milan (1)

Nel mercato di crescita sono presenti, al 30 aprile 2025, **36** società con AVP (su un totale di 203), un numero piuttosto significativo (v. Appendice).

Nel **2024-2025** il fenomeno sembra inoltre avere subito una decisa accelerazione.

Tra il 1° gennaio 2024 e il 30 aprile 2025 sono state realizzate 24 IPO (21 nel 2024, 3 nei primi quattro mesi del 2025). In **11 di questi casi**, dunque una quota vicina al **46%**, le imprese **hanno adottato il voto multiplo prima dell'IPO**.

Questi dati parrebbero indicare un apprezzamento crescente dello strumento da parte delle imprese che si affacciano alla quotazione nel mercato di crescita.

È probabile che **l'incremento del moltiplicatore da 3 a 10 abbia rappresentato un incentivo importante**.

L'entità del moltiplicatore è ben più varia rispetto a quella presente nel listino principale: fotografando l'attuale situazione, in 23 casi (~64%) il moltiplicatore è fissato a tre voti per azione; in 9 (~25%) è fissato a dieci voti; in 3 (~8%) è fissato a due voti; in 1 (~3%) è fissato a cinque voti.



Analisi empirica: 2. Euronext Growth Milan (2)

Cosa è accaduto dopo l'entrata in vigore della Legge Capitali ?

In questo ristretto lasso temporale, una sola società ha scelto un moltiplicatore pari a 3, una ha fissato un moltiplicatore pari a 5, mentre sei hanno optato per il moltiplicatore massimo consentito, pari a 10 voti per azione.

Ad esse, devono aggiungersi tre società che, pur essendo state ammesse alla quotazione prima del marzo 2024, e quindi prima dell'entrata in vigore della Legge Capitali, hanno ora un moltiplicatore pari a 10 ⁽¹⁾.

Le imprese si stanno quindi orientando verso l'adozione dei moltiplicatori massimi, consentendo ai soci che beneficiano AVM di incrementare l'effetto leva.

⁽¹⁾ In due circostanze, ciò è avvenuto in quanto lo statuto, al momento dell'IPO, prevedeva una clausola di «adeguamento automatico». In un caso la società ha introdotto *ex novo* il VP, prevedendo la possibilità per tutti i soci di convertire le azioni ordinarie in AVP, e concedendo il diritto di recesso in favore degli azionisti assenti o dissenzienti.



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: 2. Euronext Growth Milan (3)

Titolare della totalità di questi strumenti è **il fondatore o comunque un nucleo – spesso di matrice familiare – di riferimento (più o meno frammentato)**.

Solo in poche ipotesi il VP è attribuito in base a meccanismi aperti alla generalità degli azionisti.

Guardando all'**effetto leva del VP**, si assiste a un beneficio:

- marcato in circa il 16,6% dei casi, con il passaggio dal controllo di fatto al dominio sull'assemblea straordinaria;
- apprezzabile in circa il 75% dei casi, con il rafforzamento del dominio assembleare (anche in sede straordinaria), pur in presenza di una posizione di controllo di diritto già consolidata in capo al nucleo di controllo;
- decisamente poco rilevante negli altri casi (~8,4%), assistendosi a un semplice rafforzamento del controllo di fatto.

Il VP integra essenzialmente uno strumento di rafforzamento del controllo, senza tuttavia attribuire vantaggi particolarmente dirompenti.



Analisi empirica: 2. Euronext Growth Milan (4)

Dunque, sotto il profilo dell'offerta, se vi è incentivo, vi è incentivo per chi il controllo lo ha già.

Ma ... grazie alle AVP e al nuovo moltiplicatore, avremo anche in Italia casi come Meta, Alphabet, Xiaomi o Alibaba?

- Non sembra, che il il nuovo moltiplicatore x10 sia stato sufficiente a incentivare fondatori e innovatori ad aprirsi al mercato con una quota di capitale relativamente modesta, mantenendo il controllo attraverso le AVP, come avviene in molte realtà estere (dalle tecnologiche americane fino a ... TikTok).
- Però ... si potrebbe pensare che il rafforzamento (ulteriore) del controllo via AVP sia pensato come meccanismo preventivo che consente di effettuare, una volta quotate, operazioni straordinarie o aumenti di capitale senza il timore di perdere il controllo.

Per ora, successivamente alle IPO, queste operazioni non sono avvenute (ma è passato forse troppo poco tempo).



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: 2. Euronext Growth Milan (5)

Penultima fotografia:

- ▣ La maggior parte delle società che hanno adottato il VM è di recente costituzione; da quanto risulta da dati pubblici, poco meno della metà (16/36) è stata costituita da meno di 15 anni.
- ▣ Pur essendo rappresentate imprese che operano in mercati tra loro alquanto diversi, prevalgono quelle che operano nei mercati della meccanica di precisione, ad alta tecnologia e digitali.



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: 2. Euronext Growth Milan (6)

Tutti gli statuti delle società con azioni negoziate su Euronext Growth Milan declinano il VP come **strumento *simil-loyalty***.

Si prevede infatti la conversione delle AVP in azioni ordinarie, per l'effetto ripristinando il criterio «un'azione-un voto», in caso di trasferimento a terzi esterni al nucleo di controllo o comunque di cambio di controllo.

Gli statuti non contemplano alcuna misura compensativa, contrariamente a quanto avviene in altri ordinamenti e a quanto imposto e/o raccomandato dalla Dir. (UE) 2024/2810).

Il quadro cambierà, quantomeno per i mercati che rientrano nel campo di applicazione della direttiva, con il suo recepimento.



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Per maggiori informazioni, v. F. Ghezzi, F. Urbani, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà: un'analisi empirica*, in corso di pubblicazione su Mercato Concorrenza Regole n. 1, 2025.

GRAZIE!



Università
Bocconi

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Università Commerciale Luigi Bocconi

Via Sarfatti 25 | 20136 Milano – Italia | Tel +39 02 5836.1

Appendice



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: Euronext Milan

Emittente	Moltiplicatore del voto plurimo	Sterilizzazione del voto plurimo per determinate materie (ritorno a one share-one vote)	Altri CEMs	"Effetto" del voto plurimo *	Detenzione azioni a voto plurimo da parte del socio di controllo	Perdita del voto plurimo in caso di trasferimento a terzi esterni al nucleo di controllo
Aquafil	3x	Y (OPC)	N	CD → DS	100% nucleo di controllo	Y
EuroGroup Laminations	3x	N	N	CF → DS	100% nucleo di controllo	Y
F.I.L.A.	3x	Y (OPC)	N	CF → CD	100% nucleo di controllo	Y
FINE FOODS & Pharmaceuticals N.T.M.	3x	N	N	CD → DS	100% nucleo di controllo	Y
Industrie De Nora	3x	N	N	CF → CD	63,4%	Y
Philogen	3x	N	N	CF → CD	75% nucleo di controllo	Y



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: Euronext Growth Milan

Emittente	Moltiplicatore del voto plurimo	Sterilizzazione del voto plurimo per determinate materie (ritorno a one share-one vote)	Altri CEMs *	"Effetto" del voto plurimo *	Detenzione azioni a voto plurimo da parte del socio di controllo	Conversione in caso di trasferimento o CoC (salvo casi "consentiti") e su richiesta	Disposizioni particolari
AATECH	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Arras Group (pro)	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Casta Diva Group	3x	N	N	CF → DS	88%	Y	Y (conversione di azioni ordinarie in azioni a voto plurimo per "fedeltà")
Cloudia Research	10x	N	N	RDS	100%	Y	N
Datrix	3x	N	N	CF → DS	100%	Y	N
Distribuzione Elettrica Adriatica	10x	N	N	RDS	~ 95,5%	Y	N
Dotstay (pro)	3x	N	N	RCF	100%	Y	N
E-Globe	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
EdgeLab	5x	N	N	RDS	100%	Y	N
Egornia (pro)	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
ELES Semiconductor Equipment	3x	N	N	RCF	100%	Y	N



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: Euronext Growth Milan

ELSA Solutions	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
ErreDue	2x	N	N	RDS	100%	Y	N
Esautomotion	3x	N	N	RCF	100%	Y	N
Espe	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Estrima	2x	N	N	RDS	100%	Y	N
eVISO	10x	N	N	RDS	N/A	Y	Y (conversione di azioni ordinarie in azioni a voto plurimo per "fedeltà": max 15 azioni a voto plurimo ogni 100 azioni ordinarie)
Farmacosmo	3x	N	N	CF → DS	100%	Y	N
Finance For Food	10x	N	N	RDS	100%	Y	N
Franchetti	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Green Oleo	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Grifal	3x	N	N	RDS	~ 100%	Y	Y (il voto multiplo è stato dato su base simil loyalty in un dato momento storico)
LITIX	10x	N	N	RDS	100%	Y	N



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA

Analisi empirica: Euronext Growth Milan

MeqlioQuesto	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Next Geosolutions Europe	10x	N	N	RDS	100%	Y	N
Palingeo	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Predict	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Relatech	2x	N	N	RDS	N/A	Y	Y (il voto multiplo è attribuito su base simil loyalty)
Reway Group	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Sbe-Varvit	10x	N	N	RDS	100%	Y	Y (parziale auto-estinzione per mancato raggiungimento di target post IPO)
SG Company	3x	N	N	CF → DS	N/A	Y	Y (il voto multiplo è stato dato su base simil loyalty in un dato momento storico)
Simone	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Smart Capital (pro)	10x	N	N	CF → DS	100%	Y (solo su richiesta)	N
Solid World Group	3x	N	N	CF → DS	100%	Y	N
UCapital24	3x	N	N	RDS	100%	Y	N
Vivenda Group	10x	N	N	RDS	100%	Y	N



**Università
Bocconi**

DIPARTIMENTO
DI STUDI GIURIDICI
ANGELO SRAFFA