



Fondazione
CENTRO INTERNAZIONALE sul DIRITTO, SOCIETÀ e ECONOMIA



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Fortress Italy? *I Control Enhancing Mechanisms nelle* *recenti riforme*

Massimo Belcredi
(Università Cattolica del S.Cuore)

**Convegno «UNIONE EUROPEA: CONCORRENZA TRA IMPRESE
E CONCORRENZA TRA STATI»**

Courmayeur, 19/20 Settembre 2014



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

OUTLINE

- Il ritorno di fiamma per i CEMs
 - *Overview* e alcuni numeri
 - Gli impatti della riforma sulle varie società
 - Concorrenza tra ordinamenti: argomentazioni valide e non
 - Esistono strumenti alternativi?



- Piramidi e azioni a voto limitato/senza voto passate di moda sotto spinta mercati (Bianchi-Bianco 2005)
- Ampliamento CEMs in Italia: «Il catalogo è questo...»
 - Azioni a voto multiplo (fino a 3 voti, solo non quotate, perdurano post quotazione); no limiti a emissione; modello scandinavo
 - Maggiorazione diritti di voto (fino a 2 voti), per partecipazioni > 24 mesi; *opt-in*; modello francese
 - Sono «maggiorabili» solo le azioni ordinarie?
 - Aumento quota sterilizzazione partecipazioni reciproche (5%, fino a 10% su delibera assemblee); modello francese
- Altre misure di blindatura
 - Soglia OPA al 25%
 - obbligo da supero per maggiorazione resta 30% (art. 106 co.1 TUF)
 - Limitata trasferibilità diritti da maggiorazione



EQUIVALENZA STRUMENTI

- Sostanziale equivalenza azioni a voto multiplo (o maggiorazione) e azioni a voto limitato/senza voto
 - Creazione di «leva azionaria»
 - Separazione tra proprietà (diritto ai dividendi: *Cash-Flow Rights*) e controllo (diritto di voto: *Voting Rights*)
 - Possibilità di controllare società con impegno di capitale minore

	Società		N.voti/azione
	Alfa	Beta	
Azioni	N.Azioni	N.Azioni	
Ordinarie	80	90	1
Senza voto	20	0	0
A voto multiplo	0	10	3
Totale	100	100	

Azionista di controllo di Alfa e di Beta (Sig. Rossi) detiene:			
Ordinarie		40	30
Senza voto		0	0
A voto multiplo		0	10
Totale		40	40
Cash-Flow Rights		40%	40%
Voting Rights		50%	50%



MA DIFFERENZE ESISTONO

- **Diversa liquidità dei vari mercati**
 - Azioni a voto limitato: trattano a sconto (spesso elevato) per scarsa liquidità (mercato principale è su azioni ordinarie)
 - Azioni a voto multiplo tipicamente detenute a lungo, non scambiate; no effetti su liquidità
- **Minori effetti su prezzi**
 - Non si deve cercare compratore di azioni «sgradite»
 - Sono le ordinarie già in circolazione ad essere «declassate»
 - Effetti ripartiti su tutte le azioni, quindi anche su quelle detenute da soci di minoranza
- **Ulteriori effetti di maggiorazione diritti di voto**
 - Intrasferibilità crea distorsioni: ulteriore ingessatura mercato controllo proprietario (effetto *lock-up* azionista *incumbent*)



EFFETTI SU VALORE?

- OK Diversa liquidità
- Creazione azioni a voto multiplo? Ante quotazione
 - effetti dovrebbero essere incorporati in Prezzo IPO
- Maggiorazione diritti di voto
 - Possibile trasferimento ricchezza da soci «declassati» a soci «maggiorati» (se deliberata post quotazione)
 - Impatto su superamento soglie rilevanti
 - 2/3 per assemblea straordinaria: può bastare 50%
 - soglie per *delisting* no: non è «quorum» ai sensi art. 127 quinquies co.8 TUF)
 - L'effetto sarà rilevante in pratica? Questione empirica
- Effetto *lock-up* azionista *incumbent*
 - Intrasferibilità crea ingessatura mercato controllo proprietario



CUI PRODEST?

- Azioni a voto multiplo e/o maggiorazione sono strumento potente per creare cuneo (*wedge*) tra proprietà e controllo
- Incentivo maggiore dove controllo è più rilevante e/o meno solido
 - Esempio: HP maggiorazione/voto multiplo solo socio maggioranza

		Soglia 30%		Soglia 25%
Controllo a soglia OPA con				
A	Azioni non voting a MAX (50% capitale)	15%		12.50%
B	Maggiorazione diritti di voto (2 voti)	17.65%		14.29%
C = A+B		8.83%		7.15%
D	Azioni a voto multiplo (3 voti)	12.50%		10%
E = A + D		6.25%		5.00%



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

CONCORRENZA ORDINAMENTI

- Strumenti usati anche all'estero, senza grossi problemi
- Ma:
 - Condizioni di *coeteris paribus*?
 - Italia Paese a scarsa tutela investitori causa *enforcement* insufficiente
 - *Race to the top or to the bottom?*



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

ESISTONO ALTERNATIVE?

- Se controllo stabile è rilevante per creazione di valore, esistono strumenti alternativi che permettono di garantire controllo minimizzando *collateral damages*?
 - Intervenire direttamente su meccanismi elettorali, creando meccanismi virtuosi
 - Attribuire ruolo più attivo a CdA in processo elettorale (CdA come sede del controllo)
 - Presentazione candidature
 - Voto su singoli candidati
 - Voto a maggioranza, compatibilmente con rappresentanza minoranze
 - (Belcredi-Caprio 2014, in Amministrazione e controllo delle società quotate: prospettive di riforma, Atti dei Seminari celebrativi per i 40 anni dell'istituzione della Consob)