

2 0 0 8



**Seminario
interdisciplinare
sul tema
Etica, economia e
diritto**

Genova, 9 gennaio 2009

Alice Riccardi

**Il principio “one share - one
vote”: profili di etica,
economia e diritto**

SOMMARIO: 1. Etica, economia e diritto – 2. Il principio “one share - one vote” – 3. I CEMs, ovvero le fattispecie di *disproportional ownership* – 4. Le ragioni addotte a sostegno dell’adozione della regola “one share – one vote” – 5. Le ragioni addotte *contra* l’adozione della regola “one share – one vote” – 6. Conclusione

1. Etica, economia e diritto

Etica, economia e diritto sono concetti ben distinti, pur strettamente interconnessi, così che lo studio di una scienza non può prescindere dall’analisi dell’altra. Né è possibile tralasciare, nell’analizzare fenomeni e fattispecie tradizionalmente riconducibili ad uno di questi domini, un’indagine circa le influenze e le incursioni esercitate dalle altre scienze in tale ambito.

Il mercato e l’etica sono fattori esterni al diritto, che tuttavia, da un lato, necessitano di quest’ultimo per affermarsi appieno e, dall’altro lato, risentono dell’imponente influenza da esso esercitata qualora le norme giuridiche non siano collimanti con la loro struttura.

L’etica, l’economia e le norme giuridiche sono fattori che operano all’interno dello scenario del diritto dell’economia,

assumendo posizioni talora confliggenti. Più precisamente, etica ed economia si pongono quali indicatori della giustizia naturale del diritto positivo, quali fattori di indirizzo e di valutazione delle norme giuridiche, pur con direttrici spesso divergenti.

L'etica degli affari spinge verso il contemperamento delle esigenze di profitto dell'imprenditore, da un lato, e degli *stakeholders*¹ dall'altro. Il mercato, invece, quale soggetto capace di autoregolazione, è uno spazio tendenzialmente libero in cui il conflitto di interessi trova composizione, salvo opportuno intervento della legge, nei rapporti di forza tra gli attori del conflitto stesso.

L'esperienza storica dimostra come questi tre fattori regolatori si relazionino tra loro in modo differente a seconda della criticità del contesto all'interno del quale si collocano. In particolare, in situazioni di crisi, l'esigenza di salvaguardare il libero mercato viene soppiantata da una domanda di regolamentazione e da un'istanza volta al rafforzamento dei profili etici propri del mercato stesso. Non è infatti un caso che, durante i primi anni del nuovo millennio, a seguito degli scandali che hanno duramente colpito prima la finanza (e la società) americana e poi quella europea e anche italiana (si pensi, a titolo esemplificativo, ma sicuramente non esaustivo, ai casi Enron, bond argentini, Cirio, Parmalat, solo per citarne alcuni), il dibattito relativo all'etica degli affari abbia acquistato nuovo vigore. Ad esso, inoltre, si è affiancata, come ovvio, una richiesta di regolamentazione e, in particolare, di maggiore severità da parte del legislatore, cui è seguito un netto inasprimento delle pene da comminarsi in relazione ai c.d. "crimini dei colletti bianchi"². Sono state sollevate istanze volte al

¹ Il termine "*stakeholder*" significa letteralmente "portatore d'interesse" e individua tutti i soggetti o le categorie di soggetti che sono nella posizione di rivendicare un diritto nei confronti dell'azienda, in quanto titolari di un interesse rilevante nella conduzione dell'impresa. Tale interesse può derivare da un investimento specifico nell'impresa, da un eventuale rapporto contrattuale o semplicemente dai possibili effetti positivi o negativi a cui la gestione aziendale può portare. Sono considerati *stakeholders* «*directors, officers, executives, management, employees (...)* *bondholders, suppliers, customers, even the community at large*» (in questi termini, HAYDEN G.M., BODIE M.T., *The False Promise of One Share, One Vote*, in *Legal Studies Research Paper Series, Research Paper No. 08-01*, p. 34).

Il concetto di *stakeholder* si contrappone alla nozione di "*shareholder*", che identifica il possessore delle azioni, vale a dire il portatore di interessi e diritti economici precisi.

² Per una definizione puntuale del concetto di criminalità dei colletti bianchi e uno studio approfondito del fenomeno, si rimanda a SUTHERLAND E.H., *La criminalità dei colletti bianchi e altri scritti*, Milano, 1986.



rafforzamento della democrazia all'interno delle società, sia in termini concettuali, sia in termini procedurali: una regolamentazione maggiormente incisiva volta ad instaurare la democrazia tra i soci è altresì volta alla protezione degli interessi dei soci medesimi, alla riduzione dei casi di frode, all'incremento della trasparenza delle operazioni finanziarie e alla crescita della fiducia pubblica nei confronti dei mercati azionari³.

Il riferimento più immediato, a questo proposito, è senza dubbio, per quanto riguarda l'ordinamento statunitense, al *Sarbanes Oxley Act* del 2002⁴, che, all'indomani dello scandalo Enron e quale reazione ad esso, ha reso più severe le pene previste per il reato di falso in bilancio; ed è sulla scia di tale documento che si collocano anche le misure, adottate in ambito italiano, volte ad accrescere e rendere più efficaci le disposizioni del diritto penale dell'economia (si pensi, a questo proposito, alle norme aventi ad oggetto la responsabilità degli enti per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato⁵, l'*insider trading*, il reato di usura, nonché la tutela delle *Authorities* e dell'informazione societaria, di cui al Testo Unico della Finanza e al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia).

Emerge da quanto detto, quindi, che le norme e le regole di condotta assolvono a una funzione essenziale nel promuovere la razionalità e l'efficienza economica del mercato ed al contempo sono indispensabili per dare alle istituzioni dell'economia – e, in particolare, al sistema delle imprese – la necessaria legittimità morale e sociale, basata sul riconoscimento della capacità di produrre efficientemente benessere e distribuirlo equamente, nel reciproco vantaggio di una molteplicità di interessi e nel rispetto dei diritti individuali, economici e sociali.

³ Vedi, a questo proposito, KHACHATURYAN A., *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, ECMI Paper No. 1/August 2006, p. 2.

⁴ Questo provvedimento, approvato il 30 luglio 2002, introduce nell'ordinamento statunitense profonde modifiche ad alcuni aspetti della disciplina finanziaria, con lo scopo di conferire certezza ed affidabilità all'informativa di mercato sull'andamento delle società e di promuovere la correttezza di tutti quei soggetti che, nella loro veste di amministratori, consulenti o controllori dell'attività di impresa, operano nell'ambito dei mercati finanziari. Il *Sarbanes Oxley Act* si pone come un elemento estremamente garantista nei confronti del mercato, prevenendo i fenomeni di *market abuse*, ma interviene anche in modo formale e sostanziale nell'organizzazione e nel funzionamento di molte imprese, dettando una disciplina specifica in materia di *Corporate Responsibility*.

⁵ Si veda, in particolare, il Decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231, recante la “*Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'art. 11, della legge 29 settembre 2000, n. 300*”.

È proprio sulla base di queste premesse che si fonda il concetto della responsabilità sociale dell'impresa (*Corporate social responsibility*), secondo la quale spetta alle società provvedere alla protezione e alla soddisfazione degli interessi di tutti i soggetti che, in senso lato, sono coinvolti nell'attività della stessa (c.d. *governance* allargata). Ne consegue una visione dell'impresa come di un'istituzione all'interno della quale operano diversi soggetti, i cui interessi meritano di essere tenuti in debito conto (proprietario/azionista, lavoratori, fornitori, clienti e, in generale, i membri della comunità in cui l'impresa si trova ad operare). Un'impresa di questo tipo non può più essere considerata come un semplice agente economico il cui unico obiettivo è la massimizzazione del profitto; deve piuttosto essere percepita come un'istituzione sociale che, oltre all'interesse dei portatori di capitale finanziario, persegue la protezione degli interessi di soggetti ulteriori, indispensabili per il raggiungimento della massimizzazione del profitto in un'ottica di lungo periodo. È proprio dall'adozione di un'ottica che si estenda al lungo periodo che discende l'idea di valorizzare un'impresa che pone in essere politiche di tutela sociale, ambientale e, in generale, di rispetto dei diritti di tutte le parti interessate. L'attuazione di tali politiche, ovviamente, non è volta alla sostituzione dei consueti percorsi che portano alla massimizzazione del profitto, ma si integra con questi al fine di renderli quanto più possibile compatibili con le esigenze di sviluppo dell'intera comunità.

L'idea di fondo, invero, è che qualsiasi fenomeno sociale, inteso come interazione fra individui, non possa essere spiegato nella sua interezza semplicemente utilizzando gli strumenti di una singola "scienza": non fa eccezione l'impresa nel suo essere organizzazione produttiva, né, ovviamente, fanno eccezione le valutazioni relative alla struttura interna dell'impresa stessa e le conseguenze di tali valutazioni e scelte nell'ambito della comunità sociale.

Deriva pertanto da quanto ora illustrato che anche una tematica, quale la separazione tra la proprietà e il controllo all'interno di un'impresa, che, a prima vista, può apparire squisitamente tecnica e rilevante solo agli occhi degli studiosi del diritto societario, presenta in realtà molteplici sfaccettature di natura economica ed etica e si presta pertanto ad essere analizzata anche adottando la prospettiva propria di tali scienze.

2. Il principio "one share - one vote"

Le azioni emesse da una società conferiscono a chi le possiede due differenti tipologie di diritti: diritti di natura patrimoniale-finanziaria (i c.d. *cash flow rights*, i.e., letteralmente, il diritto ai flussi di



cassa dell'impresa) e diritti di tipo amministrativo-gestionale o di controllo (i c.d. *control rights*).

I primi consistono essenzialmente nel diritto a ricevere dividendi e nel diritto al riparto pro-quota del capitale residuale dell'impresa in caso di scioglimento o fallimento della stessa.

I diritti di controllo, invece, si articolano in diverse categorie:

1. i *voting rights*, ossia il diritto di votare nell'assemblea degli azionisti;
2. i *board rights*, ossia il diritto ad eleggere i membri del consiglio di amministrazione;
3. i *management rights*, ossia il diritto di partecipare operativamente alla gestione dell'impresa.

È innegabile che il più importante diritto di cui dispongono gli *shareholders* sia la facoltà di esprimere il proprio voto in relazione alle questioni più rilevanti attinenti l'organizzazione e la gestione della società. Di fondamentale importanza, pertanto, è l'allocatione dei diritti di voto nelle mani degli *shareholders*.

L'espressione "un'azione, un voto" ("*one share - one vote*") viene generalmente utilizzata, nell'ambito della disciplina delle società per azioni, per indicare il principio della c.d. proporzionalità, ovvero del rapporto (proporzionale) tra azioni detenute da un socio e il potere effettivamente esercitabile in sede assembleare. Infatti, nonostante a prima vista possa apparire naturale e scontato che soci che hanno investito nell'impresa un eguale capitale siano altresì dotati di eguali diritti e, in particolare, siano titolari dei medesimi diritti di voto, nella realtà tale principio è spesso derogato. Sono invero frequenti le ipotesi di c.d. *disproportional ownership*, ovvero i casi in cui una società pone in essere meccanismi che permettono ad alcuni soci di controllare una percentuale di voti non equivalente, bensì anche nettamente superiore, rispetto alla percentuale dei diritti di natura patrimoniale-finanziaria di cui sono titolari nell'ambito e nei confronti dell'impresa. Come era solito ripetere Enrico Cuccia, del resto, «*le azioni si pesano, non si contano*».

Assai frequente è, infatti, l'ipotesi di separazione tra *cash flow rights* e *voting rights*, in virtù della quale un singolo azionista (o un nucleo ristretto di azionisti), pur detenendo una percentuale minoritaria dei *cash flow rights*, è tuttavia in grado di esercitare nelle assemblee degli azionisti la maggioranza dei diritti di voto (o comunque una percentuale sufficientemente ampia da risultare maggioritaria, rispetto al complesso degli altri azionisti votanti in assemblea), assicurandosi in tal modo anche i *board rights* e spesso anche i *management rights*.

“*Power without property*”⁶ è la formula sintetica ma efficace che descrive l'essenza primaria delle moderne società per azioni: il potere di indirizzare le scelte d'impresa e quindi la destinazione dell'intero capitale investito, pur detenendone una frazione minoritaria, grazie alle parcellizzazione del possesso azionario e la diserzione da parte dei piccoli azionisti delle assemblee⁷.

Come già scriveva Enrico Finzi nel 1932, del resto, «è affatto indifferente per il controllo quale ne sia il fondamento legale. Normalmente esso sarà la partecipazione alla società controllata con la maggioranza del capitale. Ma non mancano numerosi artifici per garantire il controllo a chi rappresenta una minoranza, anche esigua, del capitale stesso: dalle azioni a voto plurimo ai sindacati di maggioranza, dai “*voting trusts*” alle società a catena»⁸.

3. I CEMs, ovvero le fattispecie di *disproportional ownership*

Le deviazioni dalla regola “*one share - one vote*” hanno assunto, nel tempo, e da Stato a Stato, forme estremamente differenziate⁹.

Se già all'epoca degli antichi romani i *publicani* concepivano azioni che attribuivano diritti differenziati a favore degli appartenenti ai ceti più ricchi, nel Medioevo si è preferito abbandonare il tradizionale principio “*one share - one vote*” a favore di una molteplicità di meccanismi di *disproportional ownership*, che talora proteggevano i soci medio-piccoli, mentre altre volte favorivano il controllo da parte dei grandi azionisti. Inoltre, mentre nel periodo immediatamente successivo alla nascita degli Stati Uniti d'America si era soliti limitare i diritti di voto degli azionisti individuali, dai primi anni del 1900 le imprese si sono orientate verso la concentrazione del potere nelle mani di pochi, attribuendo ai soci di minoranza azioni sprovviste dei diritti di voto, salvo poi vietare, invece, nel 1926, la quotazione di società che emettevano *non-voting stocks*¹⁰. Da allora, sia in America, sia

⁶ È questa la formula utilizzata da BERLE A., *Power without property*, New York, 1959.

⁷ Così MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetria del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, p. 318-348 e, in particolare, p. 326.

⁸ FINZI E., *Società controllate*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1932, p. 467.

⁹ Si veda, a questo proposito, BURKART M., LEE S., *One Share – One Vote: the Theory*, in *Review of Finance*, 2008, p. 1-49, e, in particolare, p. 1-4.

¹⁰ La regola “*one share - one vote*” è stata inizialmente introdotta dal New York Stock Exchange (NYSE) come “*self-regulatory rule*”, salvo poi



in Europa, la pratica di emettere azioni con diritti di voto limitato o sprovviste di diritti di voto è stata gradualmente abbandonata; ciò, fino alla seconda metà del secolo scorso quando i meccanismi di dissociazione tra diritti di voto e diritti di controllo sono nuovamente rifioriti, quale reazione alle numerose offerte pubbliche d'acquisto. In conseguenza, nel 1986, il New York Stock Exchange (NYSE) ha innovato la propria disciplina regolamentare, classificando il requisito del rispetto della regola “*one share - one vote*” da parte di una società come non più necessario per la quotazione della stessa, adeguandosi in tal modo alle disposizioni dell’American Stock Exchange e del NASDAQ, che ammettevano alla quotazione anche società con classi di azioni differenziate. Contemporaneamente anche in Europa molti Stati hanno modificato il proprio diritto societario al fine di ammettere e favorire deviazioni al principio in oggetto. Anche questa impostazione, tuttavia, è stata recentemente accantonata e ha lasciato il passo ad una regolamentazione via via più rigida e ad una diminuzione delle ipotesi di *disproportional ownership*.

Le deviazioni dal principio “*one share - one vote*” possono assumere svariate forme ed essere esercitate mediante meccanismi più o meno espliciti. Innanzitutto, pur in presenza di azioni recanti i medesimi diritti di voto, è possibile che lo statuto di una società contenga disposizioni che in concreto minano lo spirito che permea la regola “*one share - one vote*”: si possono invero prevedere limiti al numero di azioni di cui può essere titolare un singolo soggetto, ovvero limiti al numero di voti che un singolo soggetto può esprimere. Le imprese, inoltre, possono ricorrere all'emissione di azioni privilegiate¹¹, a piramidi societarie¹², a sistemi di proprietà azionaria incrociata¹³, o a patti parasociali.

diventare principio imposto a livello legislativo a seguito della promulgazione dei Securities Exchange Acts del 1933 e del 1934.

¹¹ Si tratta di azioni che attribuiscono a coloro che le detengono poteri straordinari di decisione in relazione a determinate problematiche attinenti la vita e la gestione della società (ad esempio il diritto di nomina di uno o più membri del Consiglio di Amministrazione della società, ovvero la facoltà di porre il proprio veto ad un'eventuale operazione di fusione societaria). Le azioni privilegiate sono spesso strettamente collegate all'identità del soggetto o dell'istituzione a favore dei quali sono emesse, quali ad esempio enti pubblici (in tal caso sono comunemente denominate *golden shares*).

¹² Con la nozione di “piramide societaria” o “gruppo piramidale” si intende riferirsi allo strumento mediante il quale l'azionista di comando di una società riesce ad aumentare il suo potere di controllo e/o ad espandere le dimensioni del gruppo di imprese, a parità di mezzi investiti. Concretamente il gruppo piramidale è composto da una serie di imprese, quotate e non, poste a cascata, sulla base di un meccanismo in virtù del

Ma la dissociazione tra *voting rights* e *cash flow rights* può anche aver luogo in modo indiretto: è questo, ad esempio, il caso delle *takeover defenses* e del *fiduciary voting*, vale a dire meccanismi che, pur non essendo pacificamente considerati quali fattispecie di *disproportional ownerships* in senso proprio, producono cionondimeno effetti sostanzialmente assimilabili a tali fattispecie¹⁴.

Ricerche recenti condotte in Europa – ma non solo – evidenziano come i meccanismi utilizzati per separare la proprietà dal controllo, *i.e.* i cosiddetti *CEMs* (*Control-Enhancing Mechanisms*) sono estremamente variegati. In particolare, uno studio commissionato dalla Commissione Europea all'*Institutional Investor Services (ISS)*¹⁵, avente ad oggetto il capitale e l'azionariato di ben 464 imprese situate

quale l'individuo al vertice possiede una quota maggioritaria di una società A, che a sua volta possiede una quota maggioritaria della società B, che a sua volta possiede una quota maggioritaria della società C (e così via, per un numero di livelli potenzialmente anche molto elevato). In tal modo, l'individuo al vertice della piramide detiene la maggioranza assoluta dei diritti di voto in tutte le imprese che si collocano lungo la catena di controllo, pur con un impegno finanziario che diminuisce man mano che la catena si allunga. Conseguenza diretta dell'applicazione di questo meccanismo, pertanto, è che le rimanenti azioni di ciascuna impresa si trasformano sostanzialmente in azioni sprovviste di alcun diritto di voto.

¹³ Si realizza un sistema di partecipazioni reciproche, ovvero incrociate, qualora un insieme di società, facenti capo ad un unico soggetto controllante, mantiene dei legami azionari reciproci. Vi è un caso di partecipazione incrociata ad esempio quando un individuo controlla la società A, che a sua volta controlla il 10% della società B ed il 100% della società C, la quale ultima a sua volta controlla il 15% di B. La società A, pertanto, possiede il 25% dei voti della società B, in parte direttamente, in parte attraverso la società C. I diritti di voto, quindi, sono distribuiti all'interno del gruppo di imprese e non sono nelle mani di una singola persona fisica o giuridica.

¹⁴ Si veda, a questo proposito ADAMS R., FERREIRA D., *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, 2008, p. 51-91 e, in particolare, p. 54-56.

¹⁵ Lo studio è particolarmente articolato, componendosi di cinque documenti: il primo è il vero e proprio rapporto, che, suddiviso in cinque capitoli, contiene sia una sintetica analisi delle diverse regole che disciplinano i *CEMs* in ognuna delle giurisdizioni considerate, sia un approfondimento in merito alle modalità con cui i *CEMs* vengono percepiti dagli investitori istituzionali; il secondo consiste in uno studio comparatistico che riassume i risultati cui sono pervenuti i redattori della ricerca; infine, il documento è corredato da tre allegati – suddivisi sia per giurisdizione, sia per tipologia di *CEM* – contenenti una ragguardevole mole di informazioni e di tabelle sinottiche riassuntive.



in 16 Stati membri¹⁶, ha individuato ben 13 differenti deviazioni al principio “*one share - one vote*”¹⁷. È emerso da tale ricerca che tutte le giurisdizioni analizzate considerano legittime le strutture di gruppo, i patti parasociali e le partecipazioni incrociate; i primi due istituti sono anche quelli più utilizzati dalla prassi – rispettivamente nel 75% e nel 69% degli ordinamenti considerati – seguiti dalla previsione di tetti all’esercizio del diritto di voto (56%). Secondo quanto evidenziato, il 44% delle imprese analizzate utilizza almeno un *CEM* e i meccanismi più frequentemente applicati sono il gruppo piramidale (27% delle società campione) e le classi di azioni aventi diritti di voto differenziati (24%). Tuttavia, anche a livello europeo, non vi è omogeneità circa i *CEMs* utilizzati: mentre il *pyramiding* è comune in Belgio (34%) e Svezia (48%), è invece totalmente (o quasi) assente nel Regno Unito (3%) e in Danimarca (0%). Inoltre, mentre in Svezia, in Francia e in Olanda si ricorre spesso all’emissione di azioni con diritti di voto differenziati (rispettivamente il 59%, 58% e 41% delle società

¹⁶ L’indagine ha riguardato società aventi la propria sede in Belgio, Danimarca, Estonia, Francia, Finlandia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Polonia, Regno Unito, Spagna, Svezia ed Ungheria.

¹⁷ I 13 meccanismi individuati nell’ambito dello studio in oggetto sono: (i) le azioni con diritto di voto multiplo; (ii) le azioni non privilegiate prive del diritto di voto; (iii) le azioni privilegiate prive del diritto di voto; (iv) le strutture c.d. piramidali o di gruppo; (v) le azioni “di priorità” (con ciò intendendosi, ad esempio, le azioni che attribuiscono al loro titolare particolari diritti, come quello di designare – ma, generalmente, non di nominare – uno o più membri del Consiglio di Amministrazione o di esercitare un diritto di veto all’emissione di nuove azioni); (vi) i certificati di deposito azionari (finalizzati a far sì che i soci di minoranza non ostacolino il funzionamento dell’organo assembleare a causa del loro assenteismo); (vii) la previsione di tetti all’esercizio del diritto di voto; (viii) la previsione di limiti al possesso azionario; (ix) la previsione di quorum rafforzati; (x) la previsione delle c.d. *golden shares*; (xi) società a responsabilità limitata, con due categorie di soci, ma un’unica classe di azioni; (xii) le partecipazioni incrociate; (xiii) i patti parasociali. Non rientrano invece nel perimetro di studio altri meccanismi e istituti che, pur sintomatici dell’intento di chi li adotta di separare la proprietà dal controllo: si fa riferimento al prestito di azioni (c.d. *security lending*) o al ricorso ai contratti derivati, come, ad esempio, agli *equity swaps* che consentono all’azionista di rendere oggetto di scambio i propri diritti patrimoniali (e, in particolare, il diritto all’utile), mantenendo i diritti di voto e, in questo modo, scindendo l’anima finanziaria della propria partecipazione da quella amministrativa. Sul punto vedi, più approfonditamente, VITALI M.L., *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell’esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 904-909 e, in particolare, p. 905.

oggetto dell'indagine usufruiscono di tale *CEM*), tale pratica è virtualmente assente in Belgio e in Italia. Conclusioni simili sono state altresì raggiunte a seguito di un ulteriore studio condotto da Bennedsen e Nielsen, avente ad oggetto più di 4000 società situate nell'Europa Occidentale¹⁸.

Il dibattito relativo a qualsivoglia meccanismo che costituisca deviazione rispetto al principio “*one share - one vote*” è fiorito e si è sviluppato in particolare in ambito europeo, in ragione del fatto che, a seguito dell'adozione della c.d. Direttiva OPA¹⁹, nonché del proliferare e del rafforzarsi di istanze di maggiore tutela dei diritti dei possessori di titoli azionari in seno alla Comunità²⁰, si sono levate più voci a sostegno dell'opportunità di rendere obbligatoria, in ambito comunitario, l'applicazione del principio “*one share - one vote*”.

Tuttavia, l'utilizzo dei *CEMs* è un fenomeno diffuso anche nel resto del mondo: come evidenziato dall'analisi condotta da Claessen²¹, ad esempio, nonostante nei Paesi dell'Estremo Oriente il fenomeno delle classi di azioni aventi contenuto differenziato sia quasi totalmente assente, si fa cionondimeno frequente ricorso alle partecipazioni azionarie incrociate e ai gruppi piramidali, strumento che, sulla base di quanto emerge dallo studio svolto da Lins²², è ampiamente utilizzato anche nell'ambito delle economie emergenti. Le *dual-class shares*, inoltre, seppur sovente emesse dalle società brasiliane e peruviane, risultano essere poco comuni negli altri Stati dell'America Latina.

Il denominatore comune di tali istituti è rappresentato dalla circostanza che essi, sotto diversi aspetti, comportano una deroga al principio di proporzionalità: mentre alcuni istituti considerati sono strumentali all'incremento, rispetto alla titolarità del capitale

¹⁸ BENNEDSEN M., NIELSEN K., *The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe*, in *ECGI Finance Working Paper No. 134/2006*.

¹⁹ Direttiva n. 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto.

²⁰ Per quanto concerne il dibattito relativo all'opportunità che il principio “*one share - one vote*” diventi una regola inderogabile a livello europeo, si veda in particolare FERRARINI G., *One Share – One Vote: a European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 2006, *Special issue in honour of Klaus J. Hopt*, *ECGI Law Working Paper No. 58/2006*.

²¹ CLAESSENS S., DJANKOV S., LANG L., *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, in *Journal of Financial Economics* 58, 2000, p. 81–112.

²² LINS K. V., *Equity ownership and firm value in emerging markets*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 2003, p. 59–84.



effettivamente detenuta, del potere rappresentativo in assemblea (come, ad esempio, le azioni con diritto di voto multiplo); altri sono finalizzati a bloccare il controllo (come, ad esempio, la previsione di soglie di possesso azionario ovvero dei diritti di voto esercitabili); e altri ancora, infine, rappresentano particolari strutture o tipi societari (come, ad esempio, le *partnerships limited by shares*), oppure si identificano in meccanismi che consentono un coordinamento tra gli azionisti (come nel caso dei patti parasociali).

In generale, comunque, l'utilizzo dei *CEMs* consente all'azionista di maggioranza di limitare il proprio investimento nell'*equity* delle società, di mantenerne il controllo e di estrarre per intero i benefici del controllo (benefici definiti "privati" in quanto non condivisi con gli altri azionisti), di carattere monetario e non.

Questi "benefici privati" sono riconducibili, da un lato, alla possibilità che l'azionista di controllo ponga in essere forme di arricchimento opportunistico – se non di vera espropriazione delle risorse aziendali – a discapito degli azionisti di minoranza e dei creditori; dall'altro, a particolari ritorni di natura non strettamente monetaria, quanto piuttosto legati agli aspetti psicologici, politici e di immagine insiti nel controllo. Tali benefici sono funzione dell'identità e delle caratteristiche del soggetto che esercita il controllo, del settore di appartenenza e, in particolar modo, del livello di protezione accordato agli investitori esterni dal sistema legale vigente nel Paese.

Emerge chiaramente da quanto illustrato che l'adozione dei meccanismi atti a separare la proprietà e il controllo è destinata ad influire sugli interessi di molteplici soggetti, a vario titolo coinvolti nella gestione della società.

La struttura di proprietà e controllo di una determinata società incide sulle determinazioni dell'impresa medesima - quali, ad esempio, le scelte riguardanti gli investimenti o la distribuzione dei dividendi - mediante due distinti canali: l'allocatione della proprietà e del controllo determina, da una parte, fino a che punto gli azionisti possono partecipare attivamente all'adozione delle decisioni relative alla gestione della società e, dall'altra parte, fino a che punto sia possibile contestare le modalità con cui il controllo viene esercitato, ovvero le scelte dei managers. La struttura azionaria, pertanto, ha un importante impatto sul funzionamento delle società, sulla creazione di valore e sul comportamento degli investitori²³. Ciò, inoltre, è tanto

²³ La conoscenza in merito all'adozione dei meccanismi in grado di alterare la proporzionalità tra proprietà e controllo è di fondamentale importanza delle strategie di acquisizione, in quanto è chiaro come non sia indifferente acquistare azioni di una società in cui il possesso azionario è proporzionale al numero dei diritti di voto esercitabili in

più vero se si considerano le società quotate e il mercato del controllo societario.

Pertanto, alla luce di ciò, è necessario valutare attentamente quali siano le conseguenze, in capo ai managers e agli *stakeholders*, derivanti dall'utilizzo di fattispecie di *disproportional ownership*; ciò, al fine di valutare se una rigida applicazione della regola “*one share - one vote*” debba essere considerata opportuna, ovvero se debba ritenersi che, quanto meno in determinate ipotesi specifiche, non sia preferibile ricorrere ai *CEMs*.

È, tuttavia, opportuno premettere, come del resto sottolineato anche all'interno del citato Rapporto Winter, che i meccanismi di *disproportional ownership* devono in ogni caso essere esaminati nell'ambito del contesto giuridico di appartenenza, in quanto, solamente in questo modo, se ne può apprezzare la ratio. È necessario, infatti, porre in relazione tali istituti con le altre regole del diritto societario, quali, in particolare, quelle relative alle modalità di nomina e revoca degli amministratori, nonché quelle che disciplinano le riunioni assembleari e che individuano le decisioni per le quali sono richiesti quorum qualificati. A seconda, infatti, dell'articolazione della disciplina di tali fattispecie, varia il grado e l'intensità degli effetti dell'adozione dei meccanismi che deviano dal principio “un'azione, un voto”.

4. Le ragioni addotte a sostegno dell'adozione della regola “*one share – one vote*”

Come rilevato dal primo Rapporto del Gruppo di esperti di diritto societario (Rapporto Winter)²⁴ *«proportionality between ultimate economic risk and control means that share capital which has an unlimited right to participate in the profits of the company or in the residue on liquidation, and only such share capital, should normally carry control rights, in proportion to the risk carried»*.

Le ragioni che vengono comunemente addotte a favore dell'applicazione del principio “*one share – one vote*” sono

assemblea, piuttosto che di una in cui il rapporto tra proprietà e controllo è alterato dalla presenza delle categorie di azioni in cui il diritto di voto è variamente modulato o di altri sistemi che consentono ad uno o ad alcuni azionisti di detenere il controllo della società, pur possedendo una esigua percentuale del capitale sociale.

²⁴ Rapporto del Gruppo ad alto livello di esperti di diritto societario sulle questioni riguardanti le offerte pubbliche di acquisto (*Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*), Bruxelles, 10 gennaio 2002.



principalmente due: *in primis*, si afferma che i diritti di controllo dovrebbero spettare agli *shareholders* in quanto tali soggetti sono i c.d. “*residual claimants*”, ovvero coloro che hanno sostenuto il rischio di investimento e ai quali spetta ciò che residua a seguito del soddisfacimento degli altri soggetti portatori di interessi nei confronti dell’impresa, e sono pertanto coloro che nutrono il maggior interesse alla massimizzazione del valore della società stesso²⁵. *In secundis*, i sostenitori del principio “*one share – one vote*” ritengono che i diritti di voto dovrebbero corrispondere agli incentivi economici, in modo tale che il “peso” dell’opinione espressa dal singolo *shareholder* sia proporzionale al capitale che egli ha investito nella società. Si sottolinea, infatti, che la regola “un’azione, un voto” altro non è se non il riflesso, in ambito societario, del più generale principio democratico²⁶.

Ben può dirsi, infatti, che in dottrina prevale l’idea secondo cui la regola “un’azione, un voto” sia da considerarsi ottimale²⁷.

I contributi teorici di Grossman e Hart²⁸ e di Harris e Raviv²⁹ mostrano che, in presenza di determinate circostanze, la struttura

²⁵ A questo proposito, EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Voting in corporate law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, p. 395-428 osservano che «*As the residual claimants, the shareholders are the group with the appropriate incentives (collective choice problems to one side) to make discretionary decisions*».

²⁶ Vi è, tuttavia, anche chi manifesta le proprie perplessità in merito al parallelismo tra il principio democratico e la regola “*one share – one vote*”, ponendo l’accento sul fatto che, mentre in base al principio “un’azione, un voto” il singolo azionista dispone di un numero di voti proporzionale al numero di azioni che egli possiede, ogni cittadino può viceversa esprimere solamente un voto, non avendo diritto ad un numero di voti proporzionale, ad esempio, all’importo versato allo Stato a titolo di tasse. Sul punto, vedi BURKART M., LEE S., *One Share – One Vote: the Theory*, cit., p. 37.

²⁷ Si vedano, *ex multis*, BEBCHUK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross-ownerships, and the dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in MORCK R.K. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership, NBER Conference Report Series*, Chicago and London, 2000, p. 295-315; JOHNSON B., MAGEE R., NAGARAJAN N., NEWMAN H., *An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1985, p. 151-174; MORCK R., WOLFENZON D., YEUNG B., *Corporate governance, economic entrenchment, and growth*, in *Journal of Economic Literature*, 2005, p. 657-722; YERMACK D., *Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns*, in *Journal of Financial Economics*, 2006 p. 211-242.

azionaria migliore è quella che prevede una sola classe di azioni. Ciò che accomuna i due studi è l'idea di definire quale sia la migliore struttura dei titoli emessi nell'ottica di una possibile riallocazione del controllo. L'argomento principale sviluppato da tali autori è che la facilità con cui può avvenire un'acquisizione dipende da vari elementi, tra i quali, appunto, la struttura di voto della società. I due studiosi, al termine della loro analisi, concludono che, se solo una delle due squadre rivali (*i.e.* i managers in carica, da un lato, e il team manageriale che desidera acquisire il controllo della società, dall'altro) ha un significativo beneficio privato, la regola “*one share – one vote*” è da ritenersi ottimale. Al contrario, se entrambe le squadre avessero un significativo beneficio privato, qualsivoglia deviazione dal principio “un'azione, un voto” potrebbe massimizzare il valore della società. Grossman e Hart ritengono che, nella maggior parte dei casi, una sola delle parti che si contendono il controllo della società abbia consistenti benefici privati, e non entrambe. Da ciò deriva che, in linea di massima, è da ritenersi preferibile la struttura societaria che prevede l'attribuzione di un (solo) voto a ciascuna azione; ciononostante, laddove i benefici privati sono rilevanti, in ragione della debole protezione dell'investitore, saranno più frequenti le deroghe al principio “*one share – one vote*”³⁰.

Come rilevato dal citato Rapporto Winter, inoltre, la presenza di *CEMs* (o quanto meno di alcuni *CEMs*) ostacola le azioni degli investitori istituzionali³¹, i quali considerano l'esistenza di uno o più meccanismi di deviazione dal principio “*one share – one vote*” quale parametro al fine di decidere se investire o meno in una determinata impresa e sono disincentivati all'acquisto di azioni di società che si avvalgono di tali strumenti. In occasione della decisione in merito all'investimento in società quotate i cui statuti prevedono fattispecie di *disproportional ownership*, gli investitori istituzionali considerano con

²⁸ GROSSMAN S., HART O., *One share-one vote and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 175–202.

²⁹ HARRIS M., RAVIV A., *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, in *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 203–235.

³⁰ Sul punto vedi, più approfonditamente, FERRARINI G., *Un'azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 24-55 e, in particolare p. 30 e seguenti, in cui riporta e commenta sinteticamente lo studio svolto da Grossman e Hart.

³¹ Ciò è vero per l'emissione di azioni dotate di particolari diritti (anche di veto), per l'emissione di *golden shares*, per la previsione di strutture piramidali, per l'emissione di azioni con voto multiplo o, viceversa, senza diritto di voto, e per la previsione di soglie al possesso azionario. La previsione di quorum rafforzati e la sottoscrizione di patti parasociali, invece, vengono generalmente intesi dagli investitori come meccanismi “neutrali” rispetto alle decisioni di investimento.



particolare attenzione l'eventualità di ricevere una sorta di remunerazione per il loro investimento che, in ipotesi, si potrebbe tradurre in una valutazione più contenuta del prezzo delle azioni (e, quindi, in un corrispettivo più basso da pagare per il loro acquisto), ovvero in una condotta maggiormente responsabile da parte del management o, ancora, in un meccanismo destinato a creare valore per tutti gli azionisti o, viceversa, atto a favorire forme di investimento in partecipazioni di minoranza, come frequentemente accade nell'ambito del c.d. *private equity*.

Giova, inoltre, rammentare che, in ipotesi, gli interessi dei soci di minoranza possono essere differenti e talvolta addirittura confliggenti rispetto a quelli del team manageriale: ebbene, in tali casi, l'applicazione del principio "*one share – one vote*" è ritenuto essere il metodo migliore al fine di ridurre i potenziali contrasti tra i managers e gli azionisti, attribuendo a questi ultimi il potere di esercitare il proprio controllo sui primi e, in ipotesi di cattiva gestione della società stessa, addirittura di sostituirli³².

5. Le ragioni addotte *contra* l'adozione della regola "*one share – one vote*"

Le argomentazioni svolte nel precedente paragrafo a sostegno dell'applicazione del principio "un'azione, un voto", pur essendo intuitivamente condivisibili, si prestano cionondimeno ad alcuni rilievi.

In pratica, come accennato *supra*, gli *shareholders* non sono gli unici *claimants*: vi sono, invero, altri soggetti, *i.e.* gli *stakeholders*, che sono titolari di interessi nei confronti della società e che, in conseguenza, meritano di essere altresì titolari di diritti nei confronti della medesima³³.

³² Questo pericolo è particolarmente sentito in relazione al fenomeno delle piramidi societarie: tale struttura consente ai soggetti che controllano la società posta al vertice della piramide di estrarre i benefici privati a danno degli azionisti delle società controllate, mediante trasferimenti di beni dalle società a valle verso la società al vertice. Da ciò consegue l'esigenza di prevedere efficaci sistemi di controllo contro il rischio di espropriazione delle minoranze a favore dei soci delle *sub holdings* costituite al solo scopo di sfruttare la leva azionaria.

³³ I creditori, ad esempio, divengono titolari di diritti di controllo in funzione e in ragione della violazione delle disposizioni che regolano il rapporto di debito/credito; in alcuni ordinamenti, inoltre, come in quello tedesco, ai lavoratori dipendenti di una società spetta *ex lege* il diritto di essere rappresentati all'interno del Consiglio di Amministrazione.

Inoltre, l'applicazione del principio “*one share – one vote*” potrebbe potenzialmente comportare una dispersione eccessiva del controllo, essendo il numero degli *shareholders* in ipotesi molto elevato: da tale situazione discenderebbero problemi di coordinamento delle operazioni di voto, sia in termini logistici, sia in termini di delega dei diritti di voto. E ancora, perché il controllo possa essere esercitato in modo corretto, è necessario che gli azionisti siano informati circa le misure che è possibile adottare e circa i benefici – in primo luogo economici – derivanti dall'adozione di dette misure: è evidente come, specialmente nel caso di società ad azionariato diffuso, possano sorgere complicazioni, in ragione del fatto che spesso e volentieri gli *shareholders* di fatto rinunciano ad esercitare personalmente il proprio diritto di controllo, preferendo delegare la gestione della società ai consiglieri di amministrazione.

Se, a prima vista, l'adozione del principio “*one share – one vote*” può apparire la scelta ottimale al fine di promuovere la partecipazione dei soci alla vita e all'organizzazione dell'impresa, in quanto attribuisce a ciascun socio il diritto ad essere ascoltato, nella realtà dei fatti si tende a sottovalutare il fatto che i soci di minoranza, pur dotati di diritti di voto, cionondimeno spesso rinunciano ad esprimere il proprio voto in ragione del fatto che una partecipazione attiva alle assemblee societarie non è per loro vantaggiosa in termini di costi e ³⁴benefici. Come ben sintetizzato da Psarakis, «*an individual minority shareholder does not usually participate actively in the company's collective activities, simply because he has no incentive to; his holding is too small to offer him a reward for his efforts*»³⁵.

In ogni caso, preme rilevare che, negli ordinamenti in cui è legittimo l'utilizzo di *CEMs*, si prevedono altresì delle limitazioni all'utilizzo di tali strumenti. Le società che ricorrono a tali meccanismi sono infatti tenute al rispetto di principi generali volti a garantire un corretto bilanciamento tra gli interessi della maggioranza, quelli della società e quelli dei soci di minoranza, al fine di garantire a questi ultimi un certo livello di protezione a fronte di un potenziale abuso nell'utilizzo dei *CEMs*. A questo proposito, il Rapporto Winter ha evidenziato come tutte le giurisdizioni oggetto dello studio

³⁴ Si inserisce in questo contesto anche la Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2005 avente ad oggetto l'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, che modifica la Direttiva 2001/34/CE (c.d. Direttiva sulla trasparenza).

³⁵ In questi termini, PSARAKIS G., *One Share – One Vote and the Case for a Harmonised Capital Structure*, in *European Business Law Review*, 2008, p. 708-733 e, in particolare, p. 725.



impongano alle società di rendere pubblico l'utilizzo di fattispecie di *disproportional ownership*, allo scopo di assicurare un sufficiente livello di trasparenza in merito all'utilizzo di tali meccanismi.

6. Conclusione

È emerso dalle ricerche condotte in merito all'opportunità di rendere obbligatoria l'applicazione della regola “*one share – one vote*” che tale principio, pur garantendo, in alcune circostanze, risultati più soddisfacenti rispetto a quelli derivanti dall'adozione di *CEMs*, non può tuttavia dirsi a priori ideale. Vi è, invero, una pluralità di strutture di proprietà e controllo, ciascuna da ritenersi preferibile in presenza di determinate caratteristiche dell'impresa medesima e del contesto normativo all'interno del quale si colloca ed opera la società stessa.

Pertanto, non essendo rinvenibile un modello di distribuzione della proprietà e del controllo che possa ritenersi in assoluto ottimale, sembra eccessivamente intrusivo e, quindi, inopportuno imporre alle società l'adozione di una struttura specifica³⁶.

Del resto, la stessa Direttiva OPA non contiene un chiaro orientamento a sostegno del principio “un'azione, un voto” e legittima viceversa l'utilizzo di meccanismi derogatori rispetto a tale regola, costringendo, tuttavia, le società quotate a rendere pubbliche tali deviazioni, offrendo dettagliate informazioni quanto «*alla struttura del capitale (...) con l'indicazione delle varie categorie di azioni e, per ogni categoria di azioni, dei diritti e degli obblighi connessi e la percentuale del capitale sociale che essa rappresenta*»³⁷. Ed anche il Rapporto Winter, pur propugnando un rafforzamento del principio “*one share – one vote*”, non mira certo ad inseguire un ipotetico principio di parità, sul terreno del potere di impresa, tra azionisti minimi, minoranze azionarie qualificate, investitori istituzionali, azionisti di controllo³⁸.

³⁶ Vedi BURKART M., LEE S., *One Share – One Vote: the Theory*, cit., p. 39.

³⁷ In questi termini l'Articolo 10 (1) a) della Direttiva OPA. Inoltre, devono essere pubblicate informazioni riguardo ai «*possessori di ogni titolo che conferisce diritti speciali di controllo*» (*golden shares*) ed a «*qualsiasi restrizione al diritto di voto, ad esempio limitazione dei diritti di voto ad una determinata percentuale o ad un certo numero di voti, dei termini per l'esercizio del diritto di voto o sistemi in cui, con la cooperazione della società, i diritti finanziari connessi ai titoli sono separati dal possesso di titoli*» (Articolo 10 (1) d) e f)).

³⁸ Vedi MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetria del mercato*, cit., p. 327.

In conclusione, pertanto, considerato che la dissociazione tra proprietà e potere è fenomeno coevo e coesistente alla grande impresa azionaria che si rivolge al pubblico risparmio e che, sulla base degli studi condotti, non è stato possibile individuare una soluzione in assoluto ottimale, si ritiene più opportuno che gli ordinamenti consentano alle singole società di configurare in piena (o quasi) autonomia l'allocazione di proprietà e controllo secondo le proprie necessità e i propri obiettivi, provvedendo piuttosto ad istituire forme di *counterbalance* ad un eventuale strapotere dei managers e ad imporre regole ulteriori e differenti volte a correggere potenziali eccessi di dissociazione e abusi di potere³⁹.

³⁹ Ed è infatti in quest'ottica che si è provveduto, *ex multis*, all'introduzione di regole di trasparenza contabile, alla nomina di Autorità di vigilanza, al rafforzamento delle regole di responsabilità degli amministratori, alla previsione di norme più rigorose in materia di controlli interni, al consolidamento degli strumenti più classici di protezione delle minoranze, alla creazione di misure più innovative, quali le *class actions*.



Bibliografia

- ADAMS R., FERREIRA D., *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, in *Review of Finance*, 2008, p. 51-91
- BEBCHUK L., KRAAKMAN R., TRIANTIS G., *Stock pyramids, cross-ownerships, and the dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*, in MORCK R.K. (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, NBER Conference Report Series, Chicago and London, 2000, p. 295-315;
- BENNEDSEN M., NIELSEN K., *The principle of proportional ownership, investor protection and firm value in Western Europe*, in *ECGI Finance Working Paper No. 134/2006*;
- BERLE A., *Power without property*, New York, 1959;
- BURKART M., LEE S., *One Share – One Vote: the Theory*, in *Review of Finance*, 2008, p. 1-49;
- CLAESSENS S., DJANKOV S., LANG L., *The separation of ownership and control in East Asian corporations*, in *Journal of Financial Economics* 58, 2000, p. 81–112;
- DE VIDO S., *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2007, p. 861-891;
- EASTERBROOK F.H., FISCHEL D.R., *Voting in corporate law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, p. 395-428;
- FERRARINI G., *One Share – One Vote: a European Rule?*, in *European Company and Financial Law Review (ECFR)*, 2006, *Special issue in honour of Klaus J. Hopt*, ECGI Law Working Paper No. 58/2006;
- FERRARINI G., *Un'azione – un voto: un principio europeo?*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 24-55;
- FINZI E., *Società controllate*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1932, p. 467;
- GROSSMAN S., HART O., *One share-one vote and the market for corporate control*, *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 175–202;
- HARRIS M., RAVIV A., *Corporate governance: Voting rights and majority rules*, in *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 203–235;
- HAYDEN G.M., BODIE M.T., *The False Promise of One Share, One Vote*, in *Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No. 08-01;
- HOVENKAMP H., *Law and Morals in Classical Legal Thought*, in *Iowa Law Review*, 1997, p. 1427-1465;

JOHNSON B., MAGEE R., NAGARAJAN N., NEWMAN H., *An analysis of the stock price reaction to sudden executive deaths*, in *Journal of Accounting and Economics*, 1985, p. 151–174;

KHACHATURYAN A., *The One-Share-One-Vote Controversy in the EU*, ECMI Paper No. 1/August 2006;

LINS K. V., *Equity ownership and firm value in emerging markets*, in *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 2003, p. 59–84;

MONTALENTI P., *I gruppi piramidali tra libertà d'iniziativa economica e asimmetria del mercato*, in *Rivista delle società*, 2008, p. 318-348;

MORCK R., WOLFENZON D., YEUNG B., *Corporate governance, economic entrenchment, and growth*, in *Journal of Economic Literature*, 2005, p. 657–722;

MÜLBERT P.O., *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, ECMI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 13/2003;

PSARAKIS G., *One Share – One Vote and the Case for a Harmonised Capital Structure*, in *European Business Law Review*, 2008, p. 708-733;

RAITERI M., *Diritto, regolazione, controllo*, Milano, 2004, p. 203-255;

SANTONASTASO F., *La “saga” della “golden Share” tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2007, p. 302-348;

SPATTINI G.C., *“Vere e “false” “golden shares” nella giurisprudenza comunitaria. La “deriva sostanzialista” della Corte di giustizia, ovvero il “formalismo” del principio della “natura della cosa”: il caso Volkswagen, e altro...*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2008, p. 303-363;

VITALI M.L., *Le deviazioni dal principio di proporzionalità nell'esercizio del diritto di voto: un recente studio della Commissione europea*, in *Rivista delle Società*, 2007, p. 904-909;

YERMACK D., *Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns*, in *Journal of Financial Economics*, 2006 p. 211–242.