

LA LIBERTÀ STATUTARIA DELLE IMPRESE

Un'occasione perduta?

*Partner tecnico-
scientifico CG Lab:*



PwC TLS
Avvocati e Commercialisti

*Main Partner
Osservatorio imprese:*



Corporate governance LAB

Milano – 14 settembre 2021

TUTTE LE IMPRESE CON UN
FATTURATO DI ALMENO €50 M



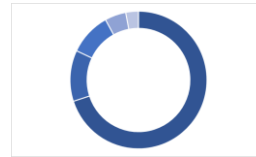
6.000+ IMPRESE



QUOTATE
E PRIVATE



FAMILIARI E NON (STATALI,
COALIZIONI, A CONTROLLO
FINANZIARIO)



PROPRIETÀ:
10.000+ ASSETTI
classificati,
AZIONISTI ultimi 10
anni



ORGANI DI
GOVERNO:
6.000+ Cda
ultimi 10 anni



GRUPPI:
2.000+



STATUTI:
1.500+ di
società non
quotate



PROFILI DI 4.000
CONSIGLIERI DI
SOCIETÀ
QUOTATE



STRATEGIA:
M&A (2.300+ deal)
FDI (20.000+
partecipate)
BREVETTI
(60.000+)



IMPRESE EUROPEE:
15.000+ IMPRESE +250M
1.500 PROFILI CEO



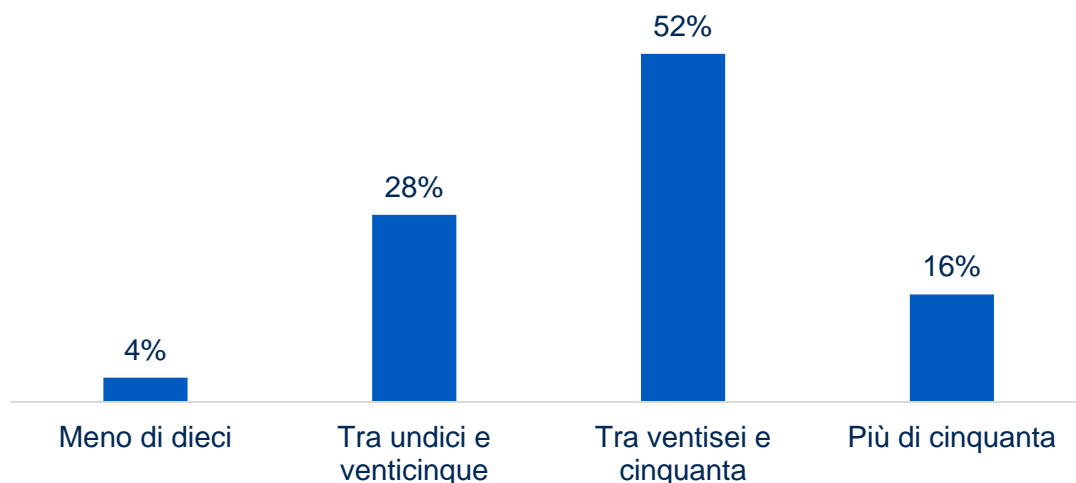
FOCUS:
IMPRESE CENTENARIE,
B-CORP,
IMPRENDITORI
INVENTORI,
CAPITALE UMANO

La popolazione di riferimento

Abbiamo selezionato 1535 imprese che soddisfano i seguenti requisiti:

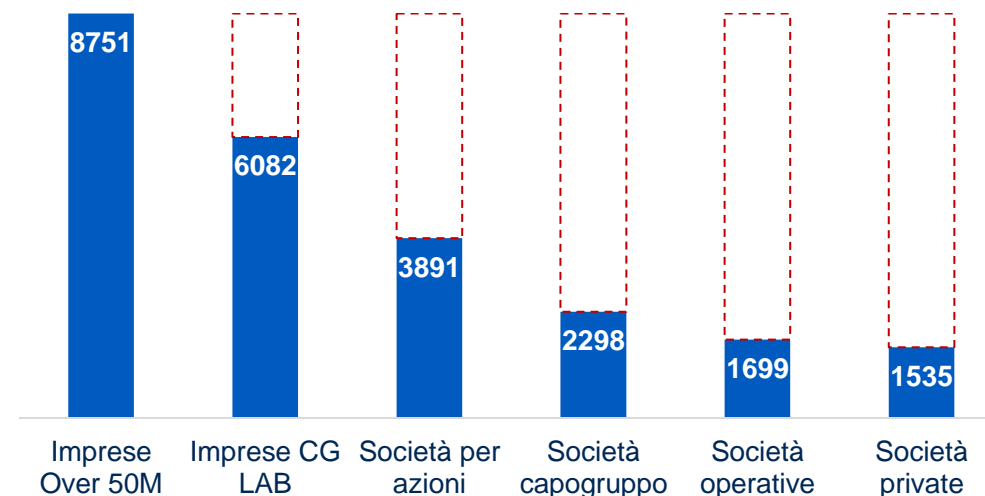
- Le sole S.p.a. italiane con fatturato superiore a 50 milioni
- Non controllate da altre entità legali
- Che non svolgessero come principale attività la detenzione e il controllo di partecipazioni in altre imprese (holding pure)
- Le cui azioni non fossero quotate in mercati regolamentati

Età delle imprese



* Dei 1535, tre statuti non sono disponibili e tre non sono stati analizzati perché non sono redatti in italiano

La selezione del campione

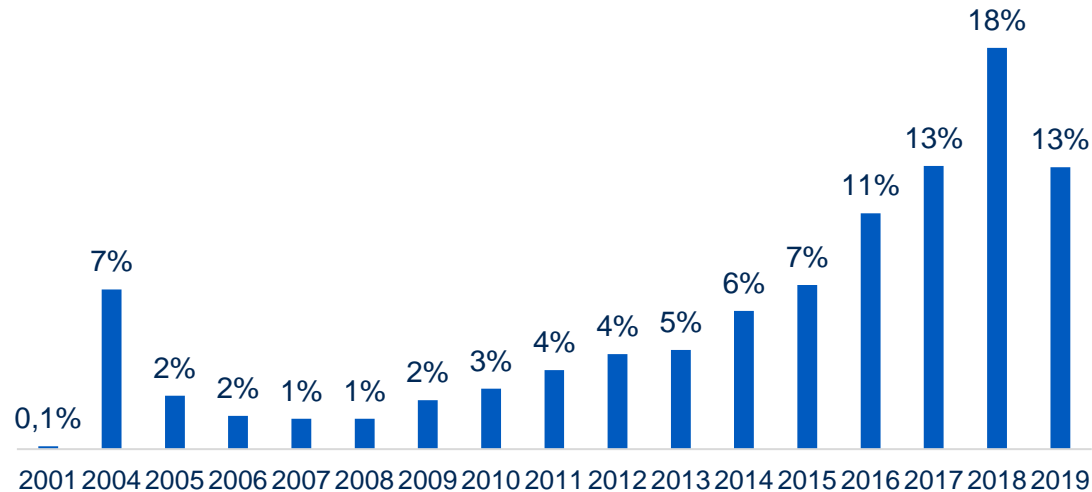


Assetto proprietario

Familiari	1254	81,7%
Coalizioni	101	6,6%
A controllo finanziario	92	6,0%
Statale o ente locale	88	5,7%

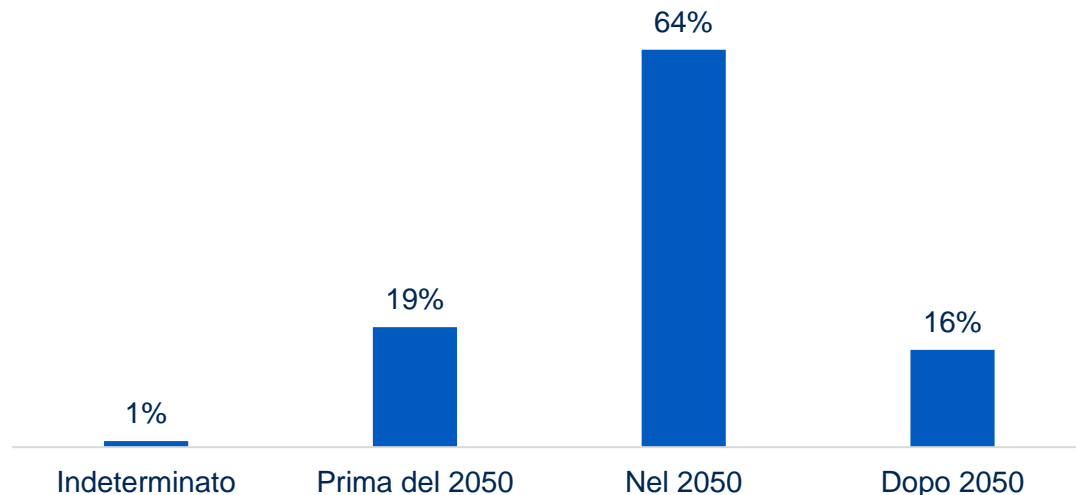
L'aggiornamento degli statuti e il termine della società

Ultima modifica dello statuto



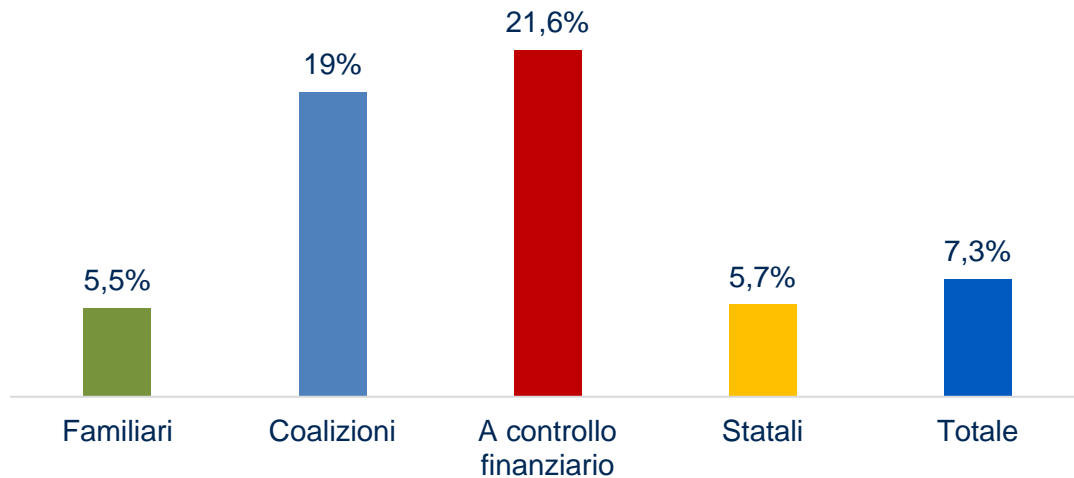
- Il 55% delle imprese ha aggiornato lo statuto negli ultimi 4 anni
- Il 38% lo ha aggiornato nel periodo 2005-2015
- Il 7% lo ha aggiornato dopo la riforma del diritto societario del 2003 e lo ha poi lasciato inalterato

Termine della società

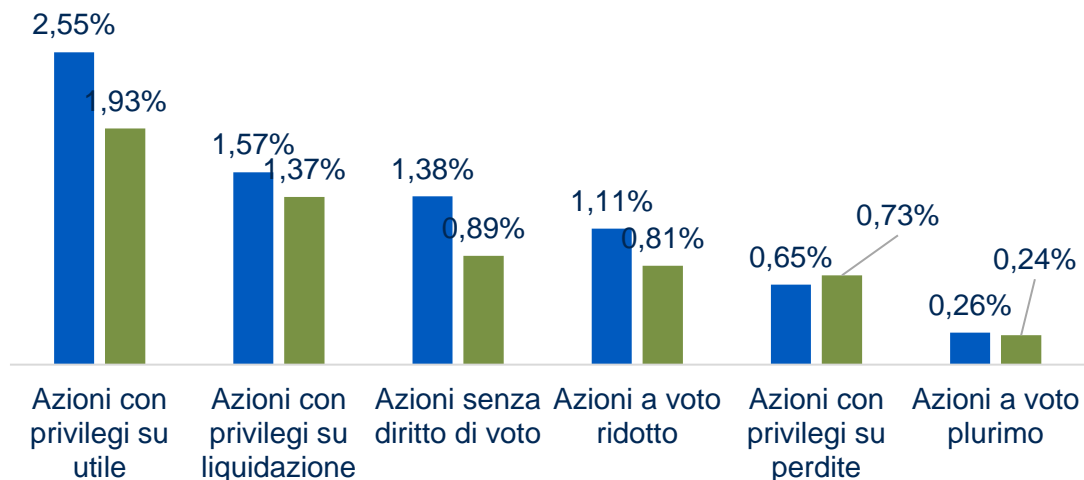


- In quasi tutte le imprese è previsto un termine al contratto di società
- Sono 15 le imprese senza termine: 2 statali, una a controllo finanziario e 12 familiari

Società con categorie speciali di azioni



Categorie speciali di azioni

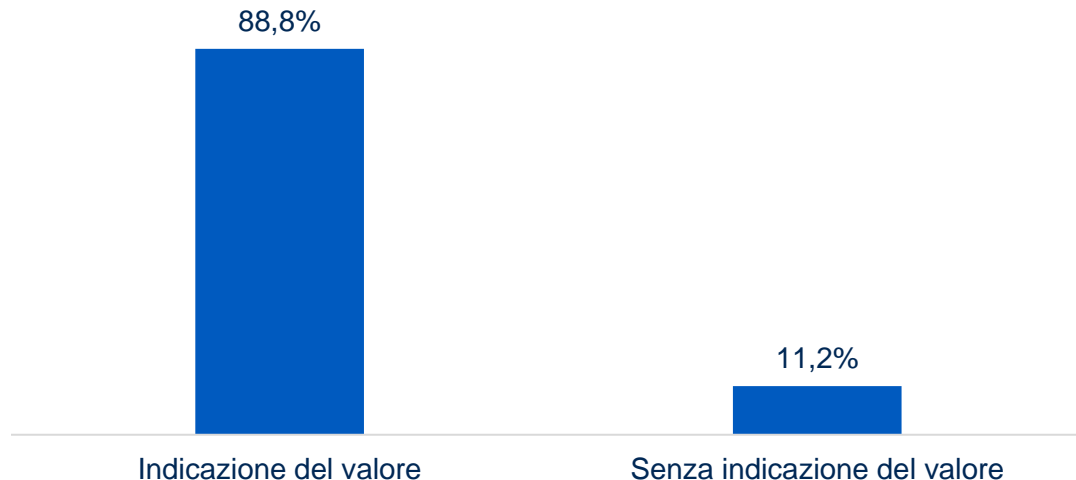


- Le categorie speciali di azioni sono relativamente poco diffuse (7,3%)
- Il 60% delle imprese con azioni speciali, non ha una categoria di azioni assimilabile a quelle ordinarie
- Le azioni a categoria speciale sono poco diffuse nelle imprese controllate da un socio forte (familiari, statali)

- Tra le categorie speciali, le più diffuse sono le azioni privilegiate
- Limitata è la diffusione delle azioni a voto plurimo (forse a causa della recente introduzione nell'ordinamento)

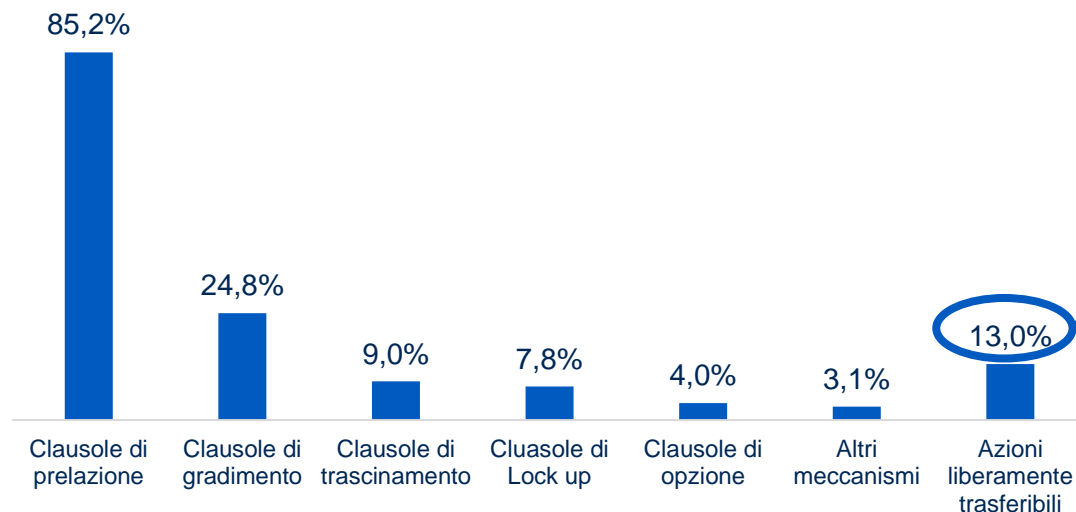
La circolazione delle azioni: limiti e indicazione del valore nominale

Valore nominale delle azioni



- Circa un decimo delle società non ha indicato il valore nominale delle proprie azioni
- Sono relativamente poche le società che non hanno introdotto limiti alla trasferibilità delle azioni (13%)
- Le clausole di prelazione sono largamente le più diffuse, seguite da quelle di gradimento, trascinarsamento e lock up

Limiti alla circolazione delle azioni



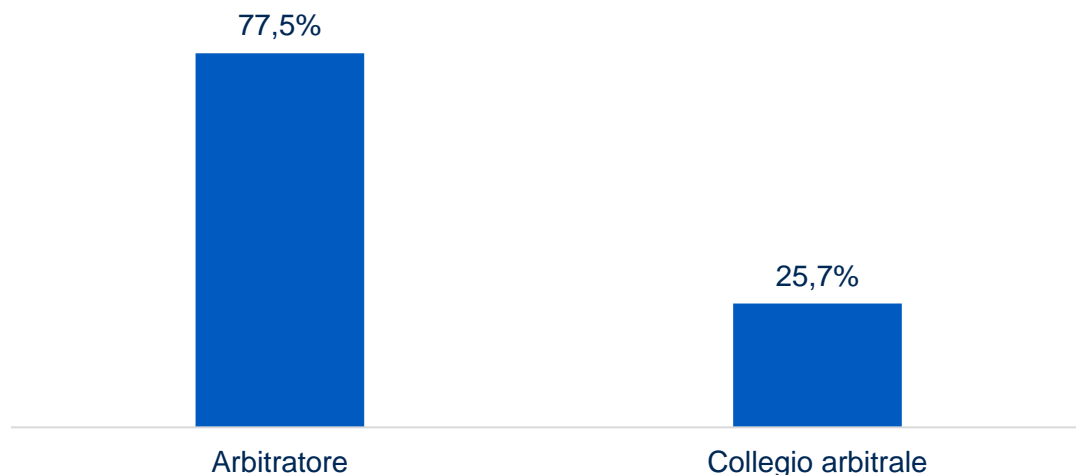
Quota del primo azionista



82% familiari
Età media 38 anni
Ricavi medi €359 M

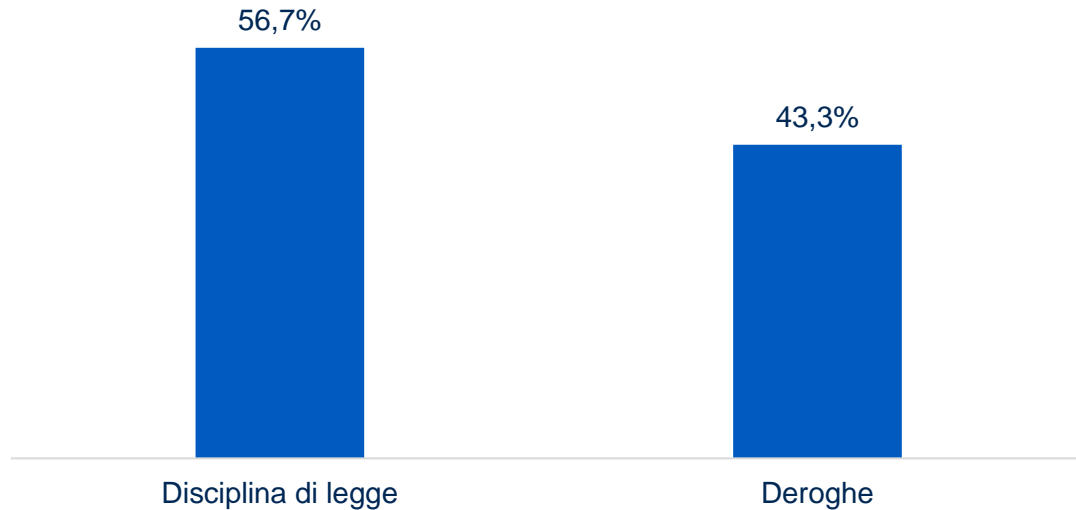
Focus: valutazione delle azioni in caso di prelazione

Soggetto valutatore

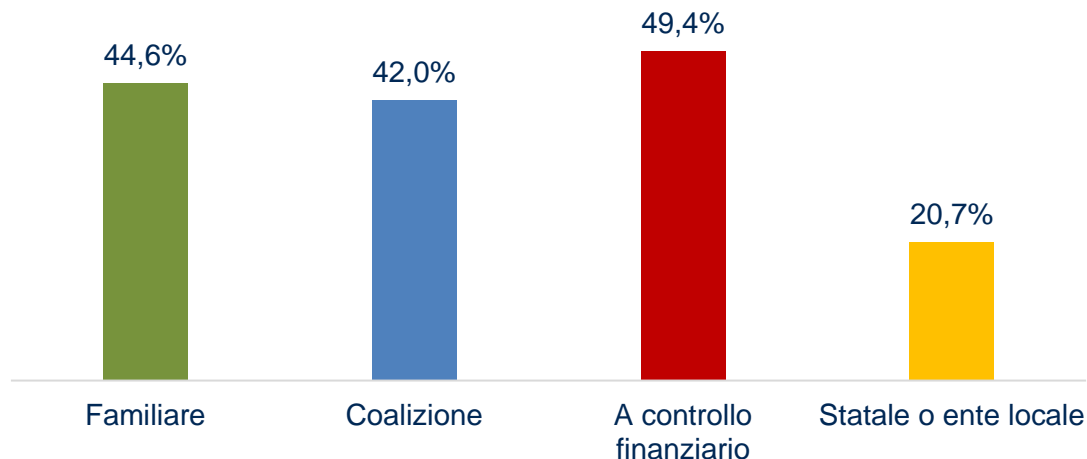


- Le possibilità di scelta dei soggetti valutatori sono molteplici ed eterogenee, le opzioni più ricorrenti sono:
 - Dottori commercialisti, accademici, revisori contabili e società di revisione
 - Banche d'affari, banche d'investimento e società di consulenza
 - Più raramente il CdA
- In caso di mancanza di accordo sul prezzo delle azioni al fine dell'esercizio del diritto di prelazione, la scelta privilegiata dalle società è la nomina di un arbitratore singolo
- Più raramente si opta per un collegio di arbitratori (22,5%) o si lascia facoltà di scelta (3%)
- La nomina del soggetto valutatore, in caso di disaccordo tra le parti, è delegata principalmente a:
 - Presidente del tribunale, della Camera arbitrale o della Camera di Commercio
 - Presidente di un ordine professionale (dottori commercialisti, notai, ragionieri)
 - Più raramente il CdA
- In alcuni casi le parti possono nominare un arbitratore a testa, a cui si aggiunge un terzo nominato dagli arbitratori o da un altro soggetto

Diritto di recesso

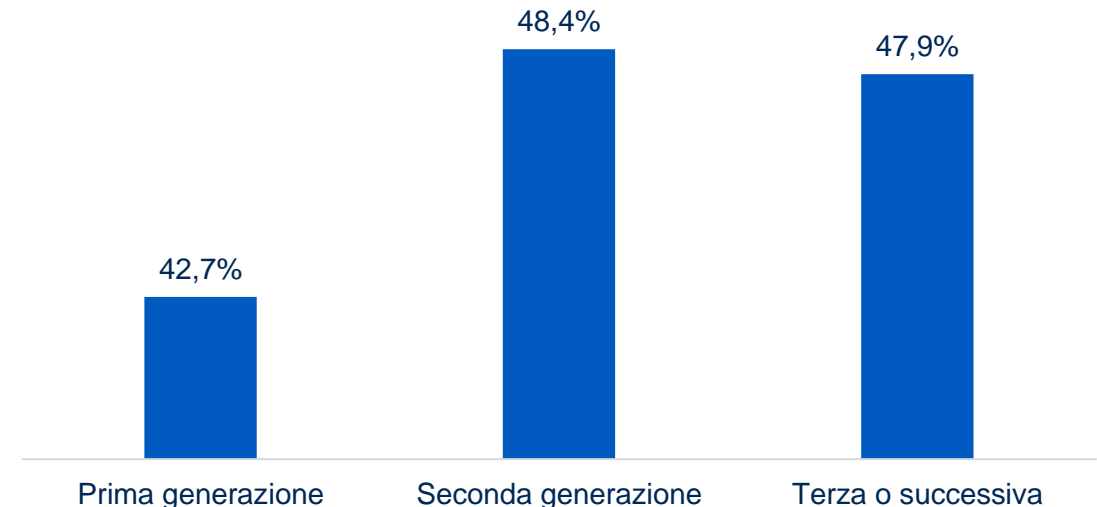


Deroghe alla disciplina del recesso



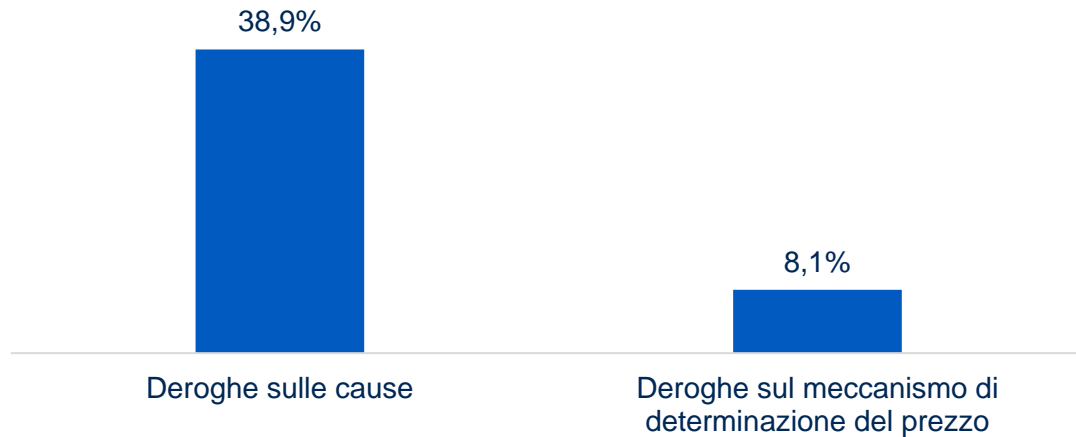
- La maggior parte degli statuti (56,7%) ricalca l'articolo 2437 c.c. per la disciplina del diritto di recesso
- Il 43,3% degli statuti, invece, sfrutta la flessibilità concessa dal legislatore
- La flessibilità è poco sfruttata dalle imprese a controllo pubblico, mentre tra le familiari è più frequente per le imprese più mature

Deroghe alla disciplina del recesso

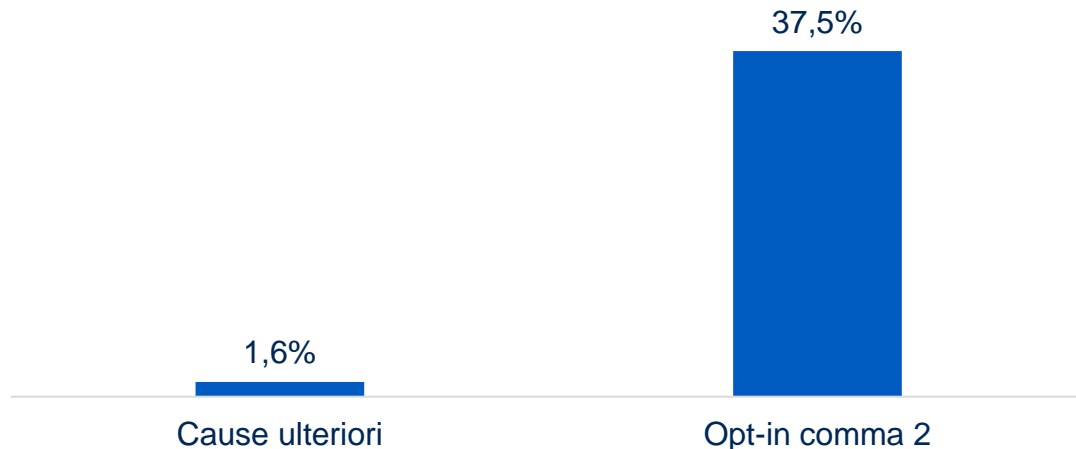


Il recesso dei soci: cause del recesso e determinazione del prezzo

Deroghe statutarie alla disciplina del recesso



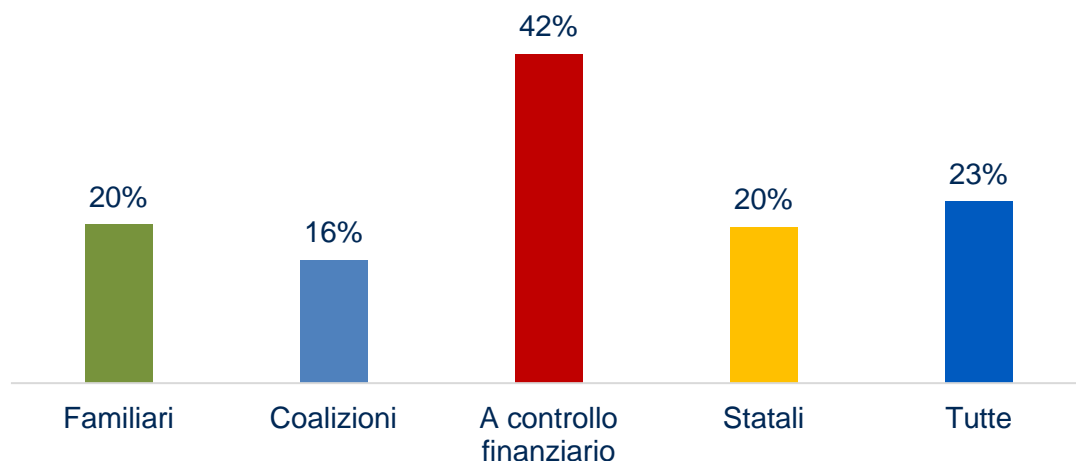
Deroghe sulle cause di recesso



- Le imprese preferiscono derogare soprattutto le cause che consentono al socio di recedere
- In alcuni casi, vengono introdotte modifiche significative dei meccanismi di determinazione del prezzo

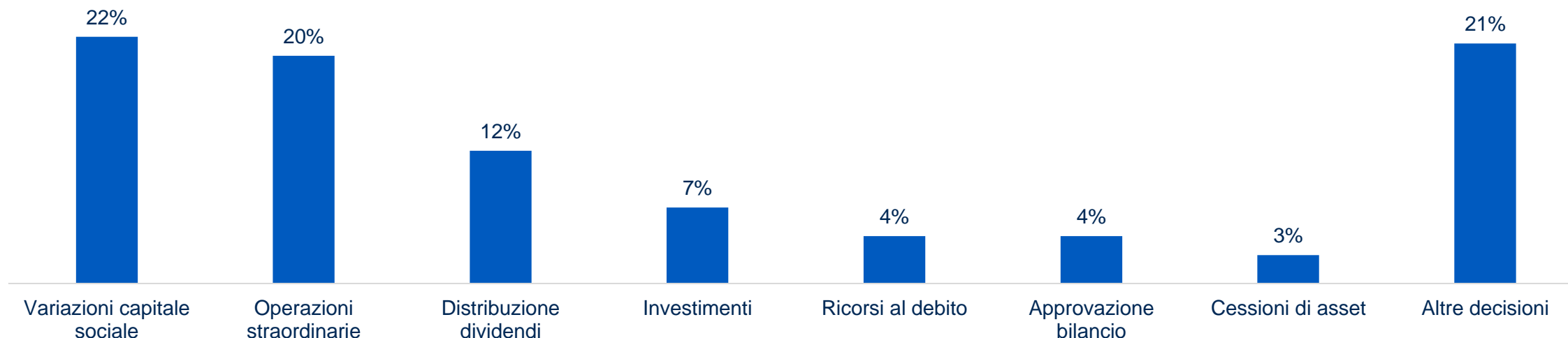
- Le deroghe sulle cause di recesso mirano prioritariamente a tutelare la società: il 37,5% delle imprese rimuove le cause derogabili (opt-in comma 2)
- Resta una fattispecie residuale quella degli statuti che introducono cause ulteriori, legate a particolare soci o situazioni

Statuto riconosce il potere di approvare delibere

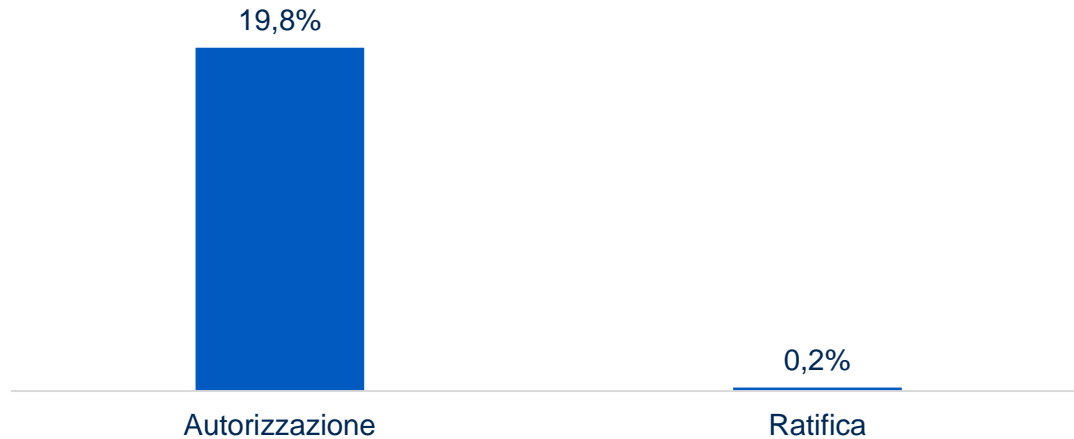


- Nelle imprese con categorie speciali di azioni, il 23% riconosce ai titolari il potere di approvare determinate delibere
- Le materie per cui è necessario un voto di questi soci riguardano soprattutto variazioni del capitale sociale e operazioni straordinarie

Materie su cui è necessaria l'approvazione di determinate categorie di azioni

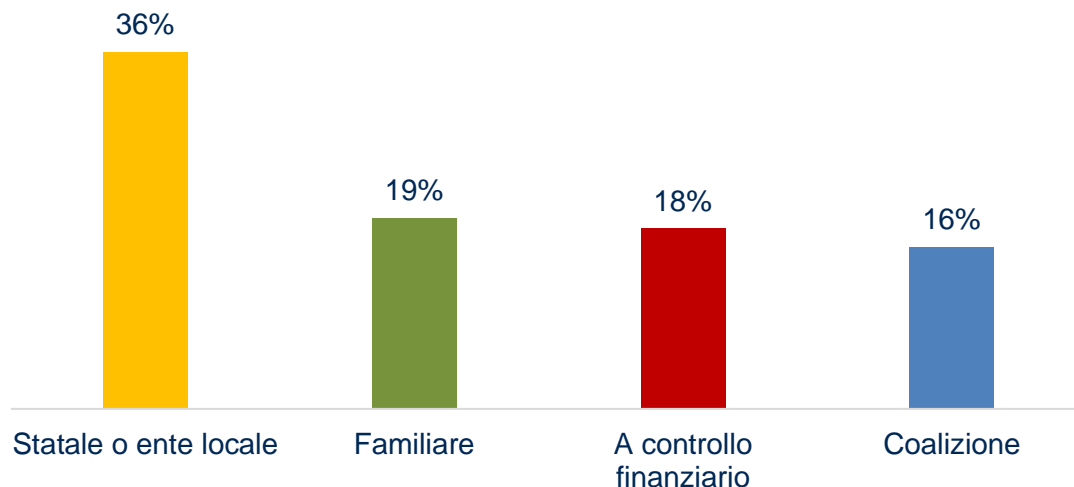


Autorizzazione delibere del CdA



- Nel 19,8% delle società, gli azionisti si riservano il potere di autorizzare le delibere del CdA su alcune materie
- Molto raro è invece l'uso del meccanismo di ratifica

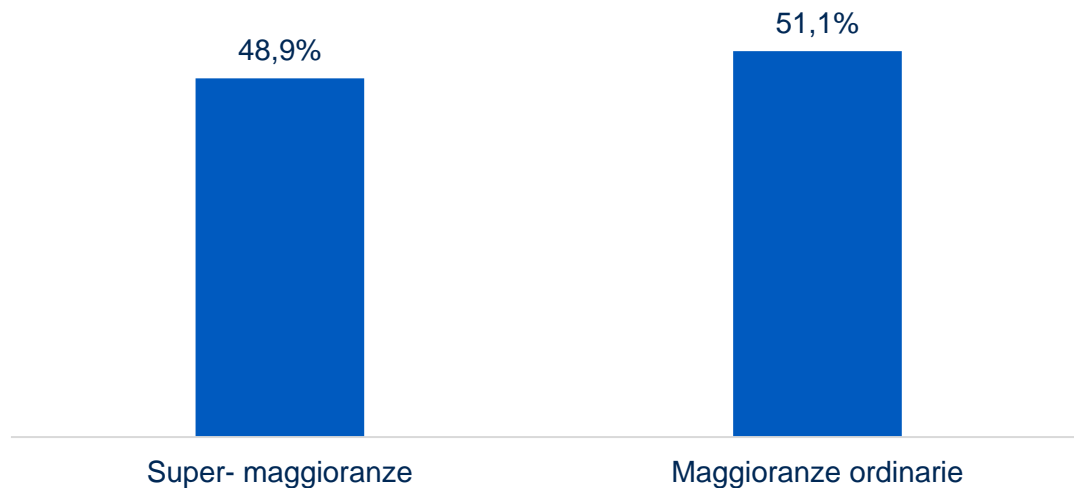
Autorizzazione delibere del CdA



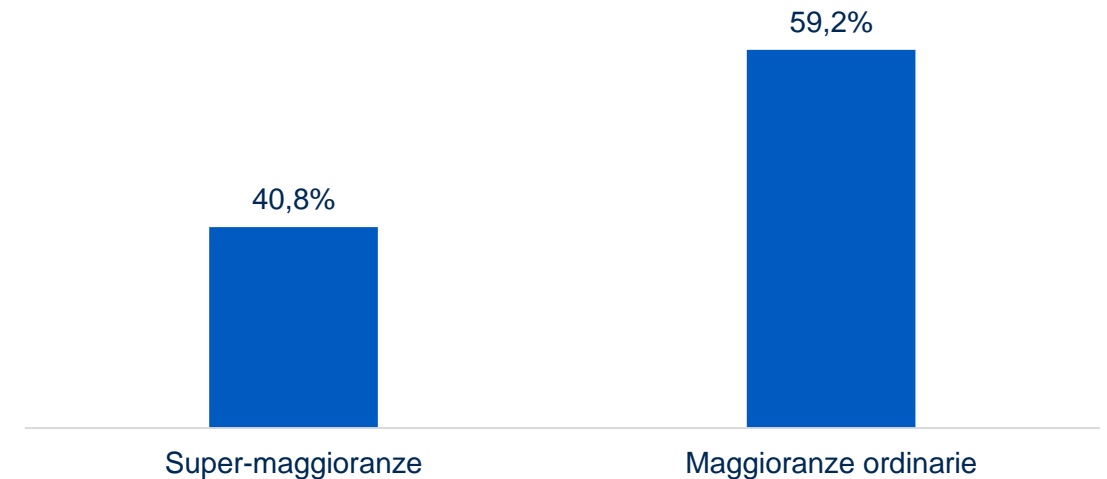
- Sono soprattutto le assemblee delle società a controllo pubblico che hanno questa facoltà

- La presenza di super-maggioranze deliberative è uno strumento di tutela delle minoranze previsto dal 48,9% degli statuti analizzati
- L'incidenza di questo strumento è minore nelle imprese con un azionista di maggioranza assoluta

Regole per le decisioni assembleari

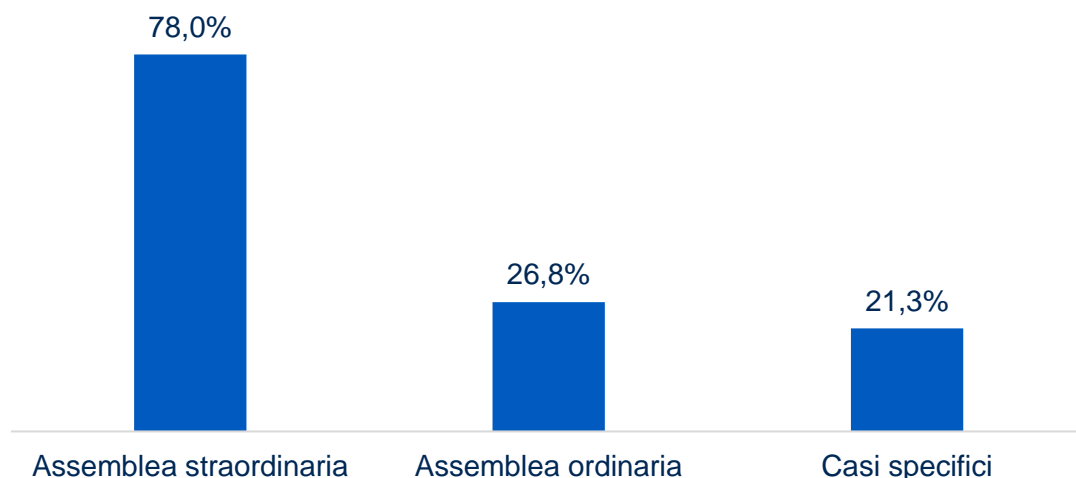


Imprese con azionista di maggioranza

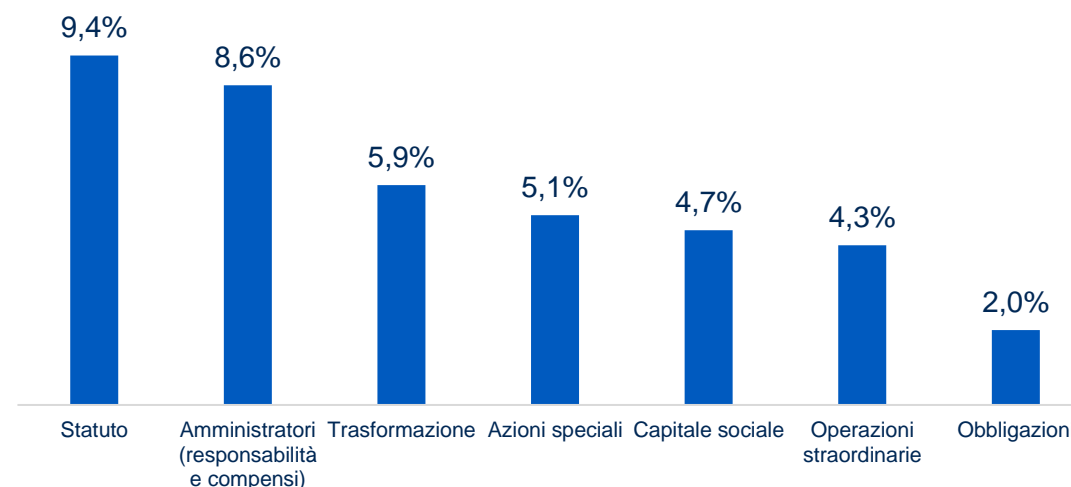


- Nel 94,2% dei casi i requisiti delle super-maggioranze sono espressi rispetto al capitale sociale: è necessario che i voti a favore siano espressione di una frazione minima dell'intero capitale sociale (che va dal 20-30% fino all'unanimità)
- La richiesta riguarda una percentuale minima dei voti espressi in assemblea solo nel 5,2% dei casi
- La maggioranza dei casi riguarda le decisioni delle assemblee straordinarie. I casi specifici riguardano diversi aspetti:

Super-maggioranze (% C.S.)



Casi specifici di super-maggioranze (% C.S.)



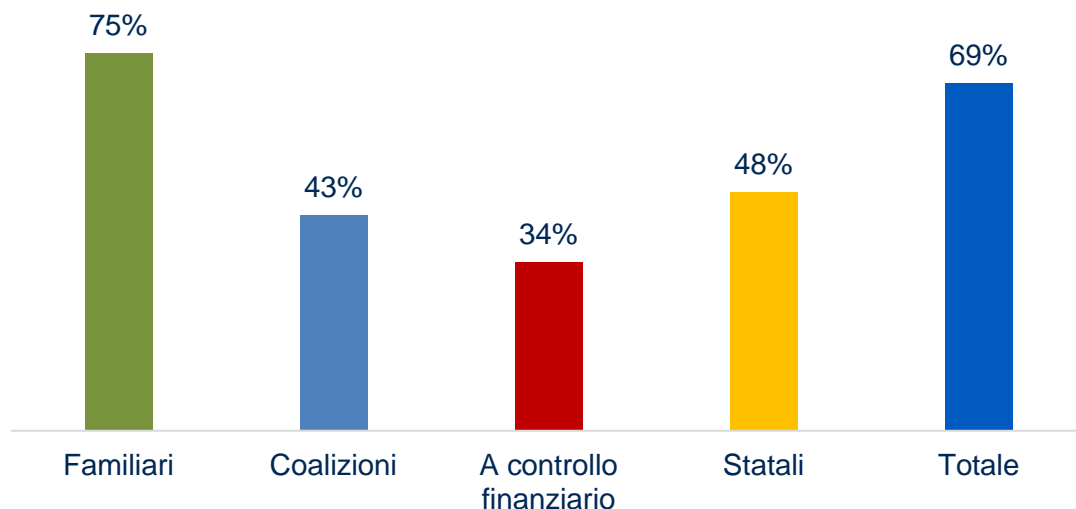
- Questo strumento rischia di creare dei blocchi decisionali, ad esempio sull'opportunità di concludere acquisizioni: nel periodo 2012-2018 l'8,9% delle imprese senza super-maggioranze ha concluso almeno un'acquisizione, contro il 7,2% (-18%) delle imprese con super-maggioranze*
- La presenza di queste clausole aumenta il rischio di blocchi decisionali soprattutto **in presenza di un azionista di maggioranza assoluta**: a livello statistico la probabilità che una società con azionista di maggioranza assoluta e super-maggioranze deliberative concluda un'acquisizione è molto inferiore rispetto alle altre imprese**

Azionista di maggioranza (assoluta)		
Super-maggioranze deliberative		
	Sì	No
	NO	
Sì	5,3%	8,5%
	11,3%	6,1%

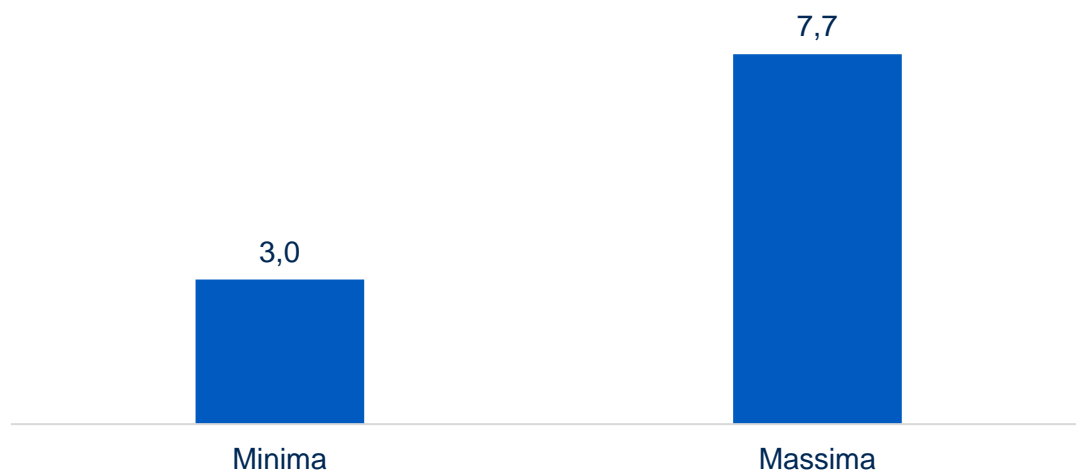
* Sono stati considerati solo gli anni in cui era in vigore lo statuto attuale. Allargando l'analisi a tutto il periodo (ipotizzando stabilità nelle maggioranze deliberative anche in caso di cambio di statuto) il gap si amplia a 22% vs 15,8%

** Modello di regressione logistica. Variabili dipendente esaminata al tempo t+1. S.E. clusterizzati per società. Variabili di controllo: dimensione dell'impresa (ricavi), età, indebitamento, liquidità, anno, settore.

Possibilità di nominare un AU



Dimensione media dei CdA

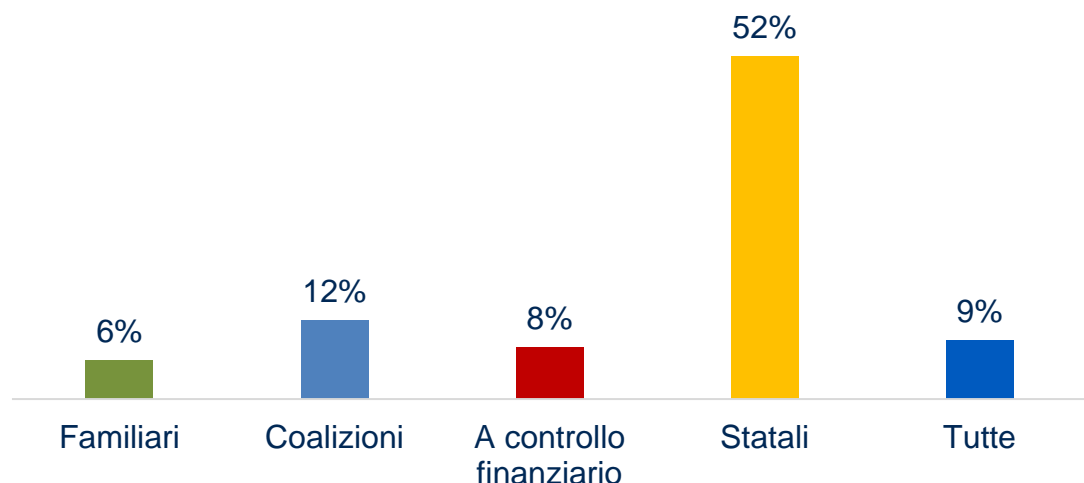


- Il 99,3% delle società adotta il sistema di amministrazione e controllo tradizionale
- Sono rispettivamente tre e sei le società che hanno adottato il monistico e il dualistico
- Nel 69% dei casi è consentito nominare un amministratore unico anziché un consiglio
- Due società sono vincolate a nominare un amministratore unico (una statale e una familiare)

- Il 38% delle società prevede un numero minimo di amministratori pari a 2 e il 51% pari a 3
- Come limite massimo il 27% degli statuti prevede 5 amministratori, il 30% 7 e il 23% 9.
- Solo il 7% prevede un numero massimo pari

Gli amministratori: criteri e meccanismi di eleggibilità

Requisiti di eleggibilità



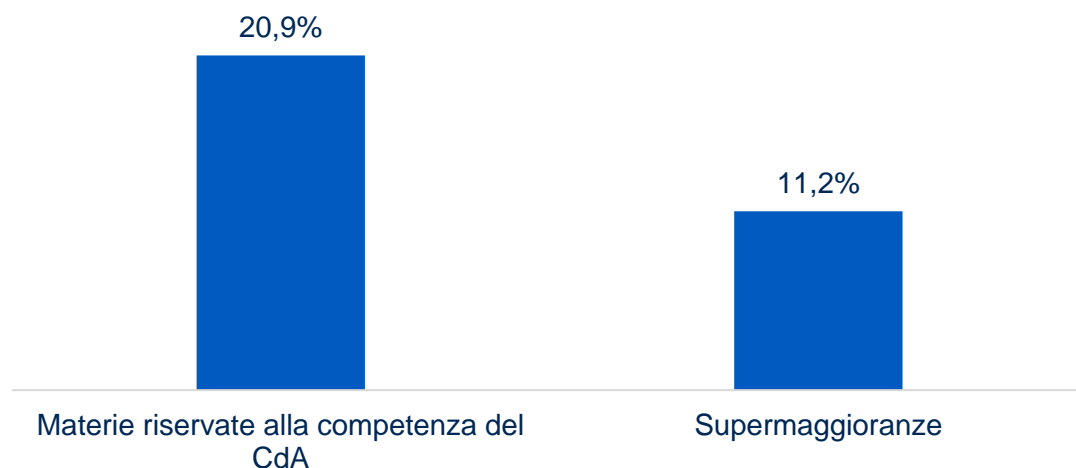
	Voto di lista	Amministratori di minoranza	Criteri di professionalità e onorabilità	Quote di genere	Indipendenti
Familiari	6%	5%	2%	0,2%	2%
Coalizioni	7%	6%	5%	1%	3%
A controllo finanziario	12%	12%	11%	1,1%	3%
Statali	15%	13%	*	**	6%
Tutte	6,8%	5,9%	4,2%	2,7%	2,4%

- Solo il 9% delle società prevede requisiti di eleggibilità per gli amministratori e solo lo 0,5% ammette unicamente soci
- La previsione di requisiti è molto diffusa nelle imprese a controllo pubblico, mentre resta rara nelle altre
- Le previsioni del voto di lista e degli amministratori di minoranza sono poco diffuse
- Ancora meno diffusi i vincoli qualitativi alla composizione dell'organo, con le quote di genere previste quasi unicamente dalle imprese a controllo pubblico

*L'analisi empirica sulle previsioni statutarie non è significativa in quanto legge regola in modo espresso - indipendentemente dalla volontà dei soci - il tema dei requisiti di onorabilità, professionalità e autonomia dei membri degli organi sociali delle società a controllo pubblico (art. 11 del Decreto Legislativo 19 agosto 2016, n. 175 - Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica)

**L'analisi empirica sulle previsioni statutarie non è significativa in quanto legge regola in modo espresso - indipendentemente dalla volontà dei soci - la tutela della parità fra generi nella composizione degli organi sociali delle società controllate da pubbliche amministrazioni (D.P.R. 30 novembre 2012, n. 251, in attuazione dell'art. 3, comma 2, della Legge 12 luglio 2011, n. 120)

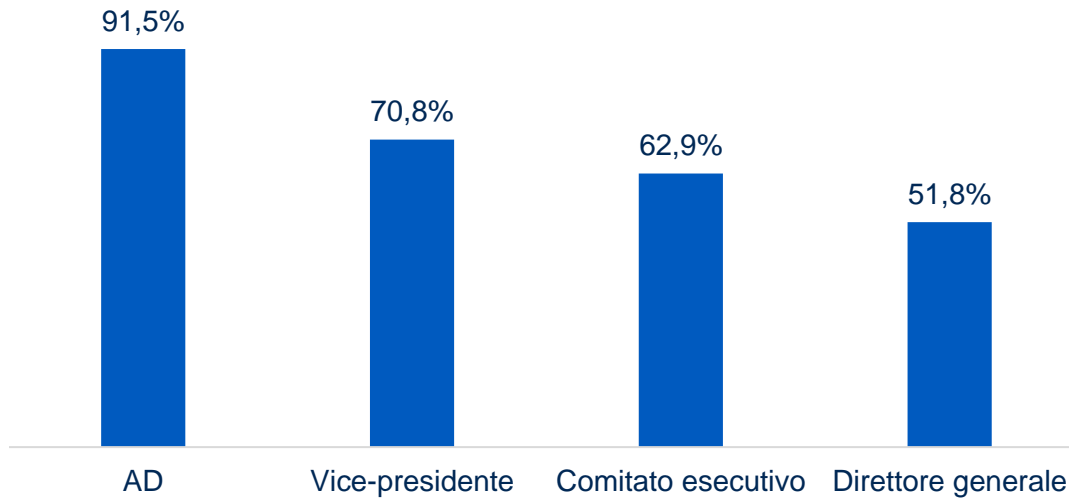
Deleghe e delibere del CdA



- Circa uno statuto su 5 prevede che alcune materie siano di competenza esclusiva del consiglio di amministrazione
- Il 32,2% delle imprese prevede che in caso di parità prevalga il voto di chi presiede il consiglio
- L'11,2% delle società prevede delle supermaggioranze per l'approvazione di specifiche deliberazioni da parte del CdA
- In particolare: il 24% delle coalizioni, il 20% delle statali, il 16,6% delle imprese a controllo finanziario e il 9,2% delle familiari

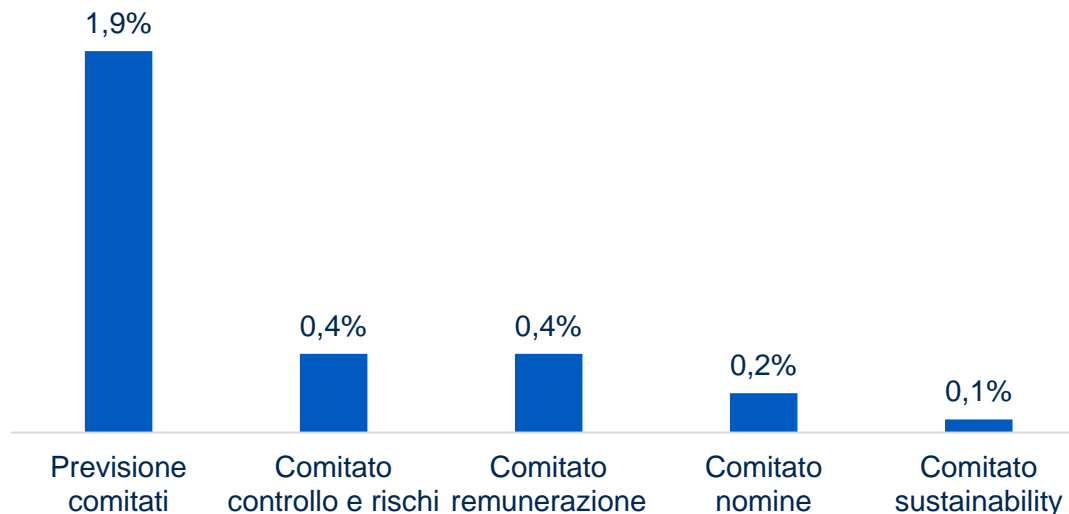
Supermaggioranze						
	per almeno una materia	per investimenti	per cessioni	per operazioni straordinarie	per aumenti di capitale	per altre finalità
Familiari	9,2%	5%	5%	4,7%	2,7%	8,9%
Coalizioni	24%	19%	14,0%	16,0%	9,0%	21%
A controllo finanziario	16,6%	10,1%	11,2%	11,2%	6,7%	13,5%
Statali	21%	16,3%	15,1%	12,8%	4,7%	20,9%
Tutte	11,2%	6,9%	6,5%	6,3%	3,5%	10,6%

Cariche previste dallo statuto



- Il 99,7% degli statuti prevede alcune cariche anche in via facoltativa
- Il 5,9% delle società può nominare un presidente onorario

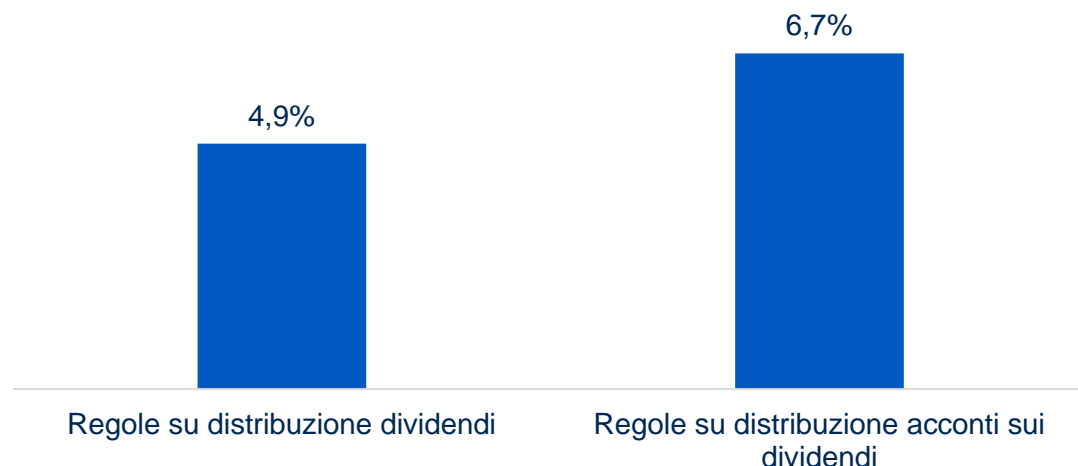
Comitati endo-consiliari



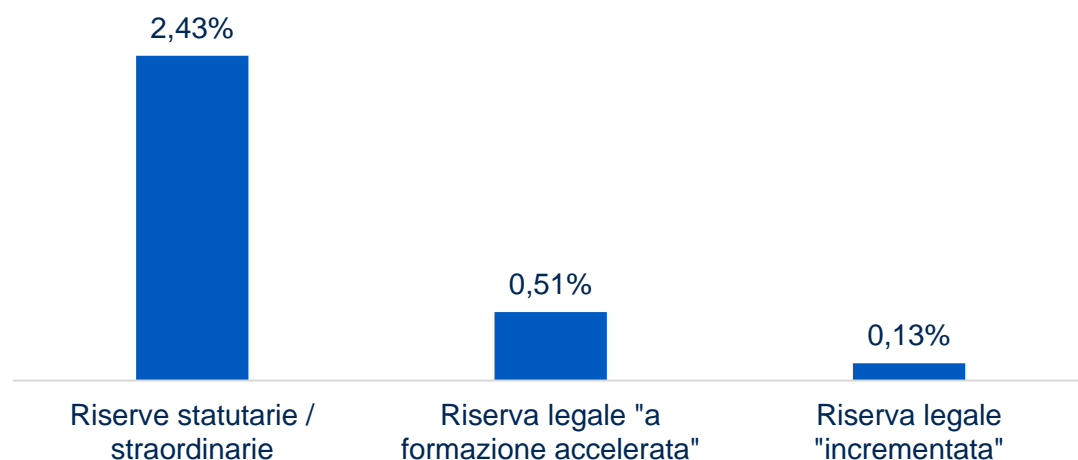
- La previsione di comitati endo-consiliari è estremamente limitata, probabilmente scoraggiata dalla piccola dimensione dei CdA (in media 5-6 consiglieri)

Regole statutarie di distribuzione dei dividendi e degli acconti sui dividendi, e riserve

Distribuzione degli utili



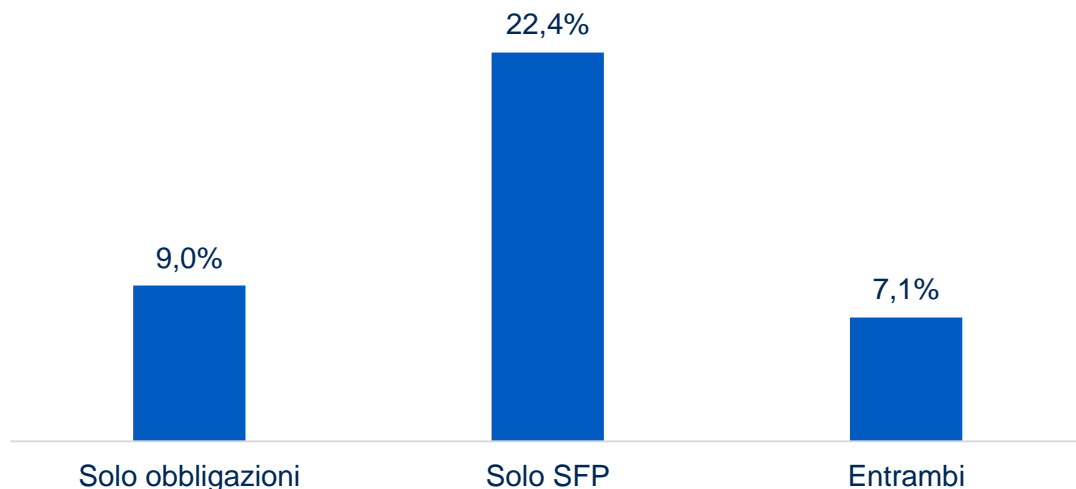
Riserve previste dallo statuto



- L'11,3% degli statuti prevede una disciplina per la distribuzione degli utili o di acconti sui dividendi
- La disciplina prevede principalmente un obbligo di distribuzione minima e in casi sporadici un limite quantitativo alla distribuzione, la destinazione di parte dell'utile agli amministratori o a iniziative specifiche (es. reinvestimento o beneficenza)
- Il 2,9% degli statuti prevede la formazione di riserve obbligatorie
- Nella maggior parte dei casi si tratta di riserve straordinarie o statutarie, mentre nei casi residui si tratta di incrementi alla riserva legale

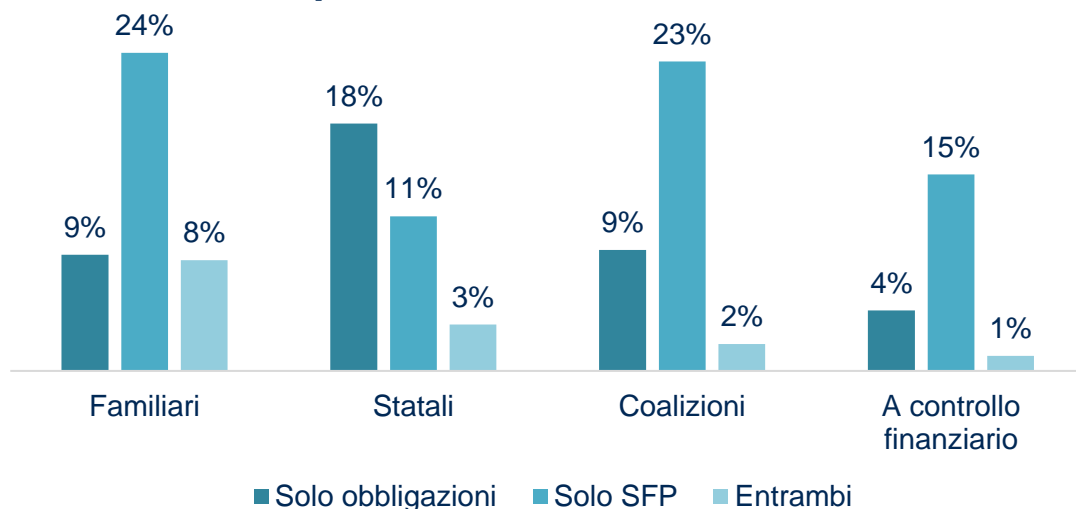
Emissione di obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi

Facoltà di emettere



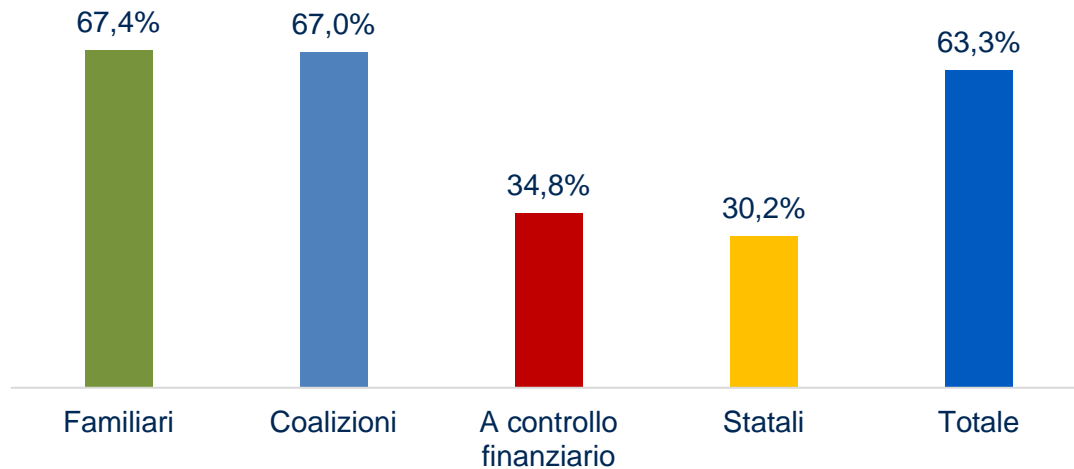
- Il 16% degli statuti prevede una disciplina diversa da quella di legge per l'emissione di obbligazioni
- Il 29,6% degli statuti disciplina l'emissione di strumenti finanziari partecipativi

Proprietà e facoltà di emettere

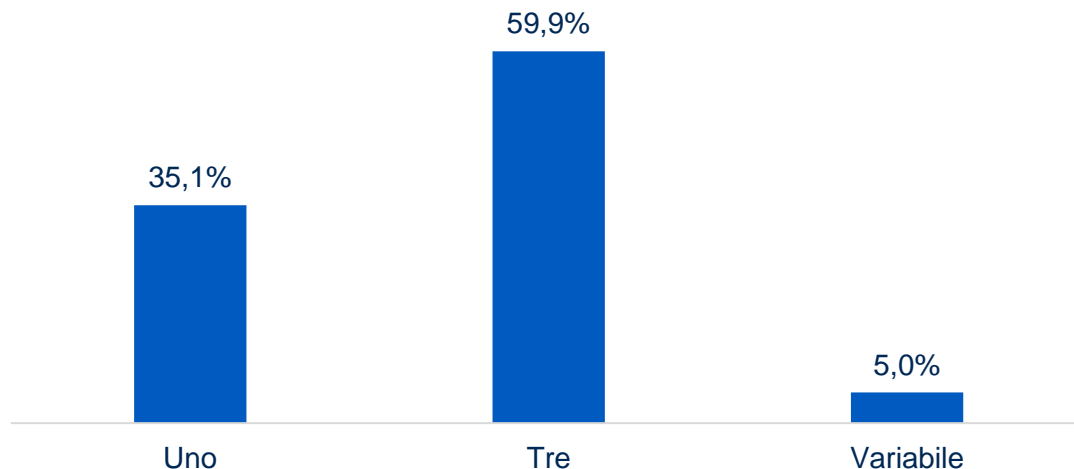


- Gli statuti delle imprese statali sono meno propensi a consentire l'emissione di strumenti finanziari partecipativi
- Gli statuti delle imprese familiari appaiono più flessibili, disciplinando più spesso rispetto agli altri tipi di proprietà l'emissione di obbligazioni e di SFP

Previsione arbitrato



Numero di arbitri



- Due statuti su tre definiscono regole per risolvere eventuali conflitti tra i soci e/o amministratori
- Il meccanismo prevalente è l'arbitrato (amministrato nel 6,2% dei casi), con un numero residuale di statuti che ricorrono alla mediazione (5,8%)
- Raramente gli arbitri sono stabiliti in forma variabile, quando succede è dovuto prevalentemente a:
 - Facoltà di determinare un solo arbitro o un collegio di 3
 - Determinazione del numero di arbitri in base al numero di parti coinvolte
 - Libertà nel decidere il numero

Indice di flessibilità statutaria – Utilizzo degli *opt-in* per «area»

Abbiamo ideato un **indice di «flessibilità statutaria»**, a sua volta suddiviso secondo due linee direttrici.

Da un lato, abbiamo verificato la **frequenza** con cui le opzioni di flessibilità statutaria (*opt-in*) vengono sfruttate dalle società che compongono la popolazione di riferimento.

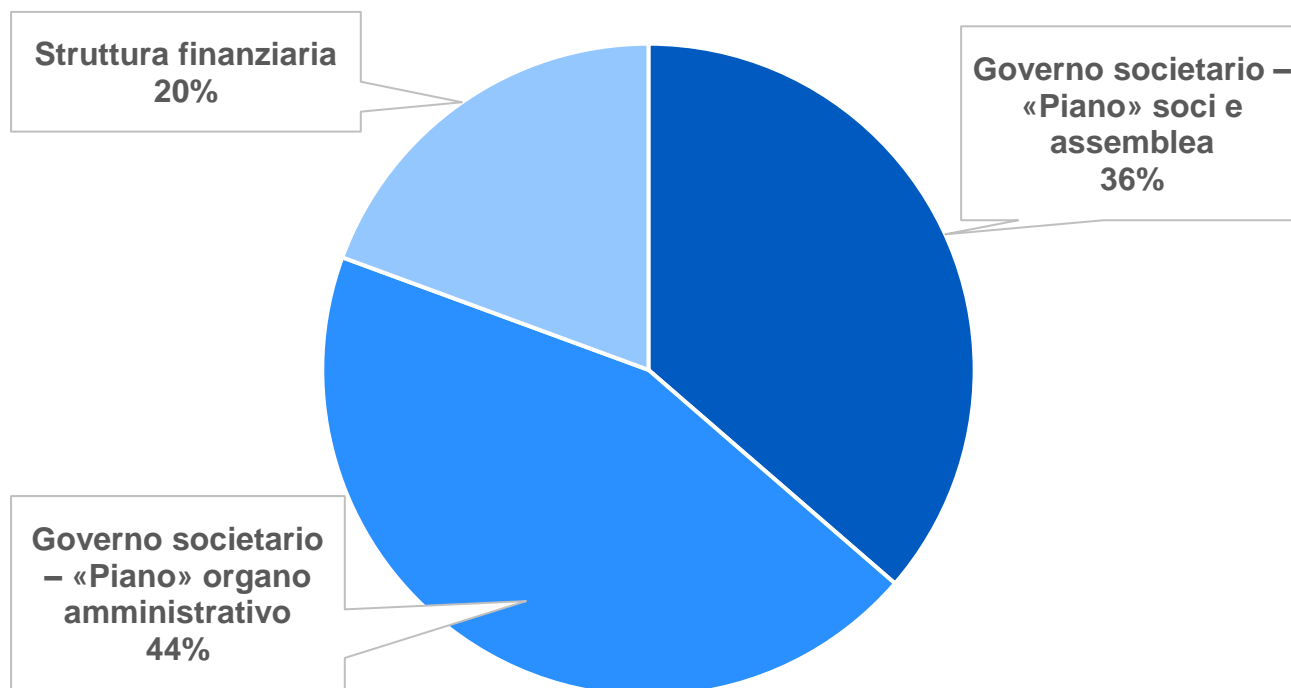
A questo fine abbiamo raggruppato le variabili * in tre «aree» distinte:

- **Governo societario – “Piano” soci e assemblea:** presenza di categorie di azioni, diritti “diversi” dei soci (voto, patrimoniali, veto/blocco), limiti al trasferimento delle azioni, funzionamento e poteri dell’assemblea (super-quorum, autorizzazione)
- **Governo societario – “Piano” organo amministrativo:** sistema di amministrazione e controllo, AU/DG, nomina e composizione dell’organo amministrativo (voto di lista, amministratori di minoranza, simul stabunt), requisiti degli amministratori (onorabilità e professionalità, indipendenza, quote di genere), comitati endo-consiliari, funzionamento e poteri dell’organo amministrativo (materie non delegabili, super-quorum, casting vote)
- **Struttura finanziaria:** valore nominale espresso/inespresso, diritto di recesso (deviazioni dal sistema di default su cause e prezzo), obbligazioni (deviazione da competenza consiliare), SFP (regole minime statutarie), riserve (straordinaria, legale “accelerata”, legale “incrementata”), acconti dividendi

Successivamente, abbiamo assegnato un punteggio standard (pari a 1) a ciascuno sfruttamento statutario.

* Abbiamo escluso le seguenti variabili oggetto della più ampia analisi: durata della società (determinata o meno); possibilità di approvare il bilancio entro 180 giorni dalla chiusura dell’esercizio; sistemi alternativi di risoluzione delle controversie societarie (mediazione e arbitrato). L’esclusione è motivata dalla difficile riconduzione a una delle tre «aree» (durata della società e sistemi alternativi di risoluzione delle controversie societarie) o per eccessiva diffusione, con il conseguente rischio di falsamento dei dati (possibilità di approvare il bilancio entro 180 giorni dalla chiusura dell’esercizio, presente nel 93,3% degli statuti esaminati).

Indice di flessibilità statutaria – Utilizzo degli *opt-in* per «area»



- L'analisi sulla presenza degli *opt-in* negli statuti evidenzia che:
 - nel 44% dei casi si tratta di sfruttamenti relativi alle regole sull'organo amministrativo e sulla gestione sociale
 - nel 36% dei casi gli *opt-in* riguardano la posizione dei soci e dell'assemblea
 - solo nel 20% dei casi si tratta di sfruttamenti riconducibili alla struttura finanziaria della società

Indice di flessibilità statutaria – Utilizzo degli *opt-in* per finalità (in ciascuna «area») (1/2)

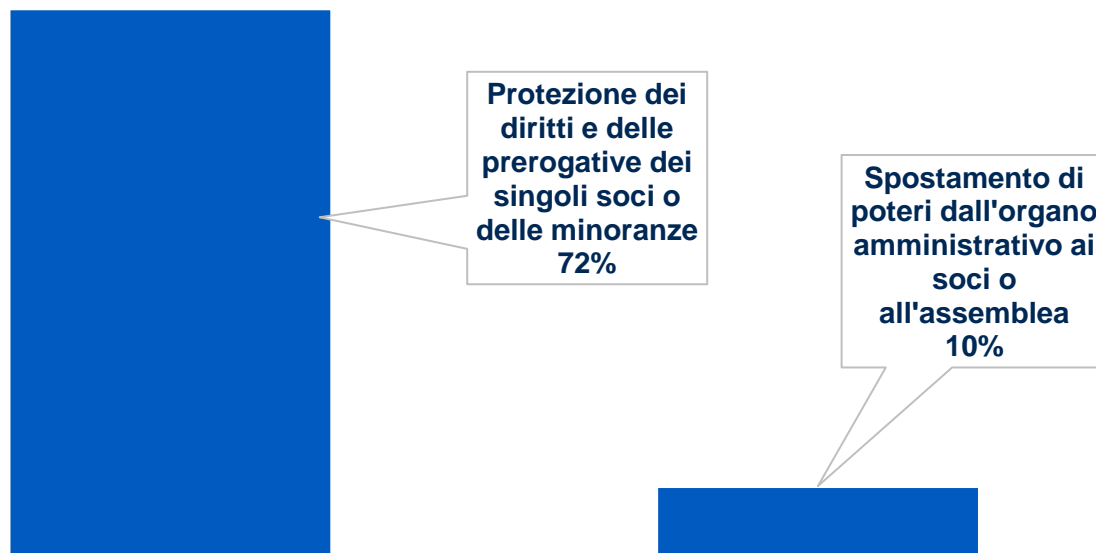
Abbiamo poi valutato se, all'interno di ciascuna delle tre «aree», gli *opt-in* maggiormente frequenti possono essere ricondotti a uno scopo comune fra i seguenti:

- **Protezione dei diritti e delle prerogative dei singoli soci o delle minoranze**
 - per l'«area» del *Governo societario* – “*Piano*” *soci e assemblea*: presenza di categorie di azioni; diritto di prelazione; diritto di *tag-along*; super-quorum assembleari
 - per l'«area» del *Governo societario* – “*Piano*” *organo amministrativo*: requisiti degli amministratori (onorabilità e professionalità); amministratori indipendenti; voto di lista; materie non delegabili in aggiunta a quelle di legge; super-quorum consiliari
- **Spostamento di poteri dall'organo amministrativo ai soci o all'assemblea**
 - per l'«area» del *Governo societario* – “*Piano*” *soci e assemblea*: autorizzazione assembleare per il compimento di specifici atti
 - per l'«area» della *Struttura finanziaria*: spostamento in capo all'assemblea della competenza all'emissione di obbligazioni

Queste finalità non sono necessariamente confliggenti, infatti può accadere che lo sfruttamento di un *opt-in* abbia effetti sia nel senso della protezione dei diritti e delle prerogative dei singoli soci o delle minoranze, sia dello spostamento di poteri dall'organo amministrativo ai soci o all'assemblea.

Indice di flessibilità statutaria – Utilizzo degli *opt-in* per finalità (in ciascuna «area») (2/2)

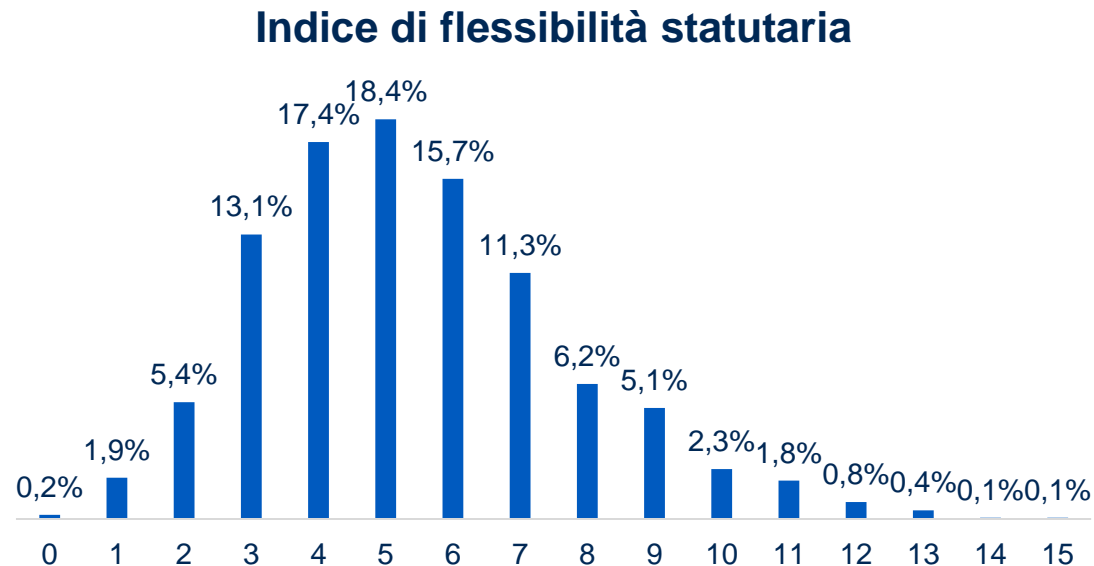
Finalità degli *opt-in* nella «area» del governo societario («piano» soci e assemblea)



- Nella maggior parte dei casi (72%) in cui viene sfruttata un'opzione impattante sulla posizione dei soci e dell'assemblea, questa ha come (prevedibile) finalità o effetto la protezione dei diritti e delle prerogative dei singoli soci o delle minoranze. Solo in un limitato numero di casi (10%) la finalità o l'effetto è quello di spostare poteri dall'organo amministrativo ai soci o all'assemblea (v. *grafico*).
- Coerentemente, quando lo sfruttamento è relativo alle regole sull'organo amministrativo e sulla gestione sociale, nel 18% dei casi la finalità o l'effetto è quello di proteggere i diritti e le prerogative dei singoli soci o delle minoranze. In nessun caso si vogliono spostare i poteri dall'organo amministrativo ai soci o all'assemblea.
- Infine, nei casi in cui lo sfruttamento è relativo alla struttura finanziaria, nel 14% dei casi la finalità o l'effetto è quello di spostare i poteri dall'organo amministrativo ai soci o all'assemblea. In nessun caso si vogliono proteggere i diritti e le prerogative dei singoli soci o delle minoranze.

Indice di flessibilità statutaria – Concentrazione degli utilizzi (1/4)

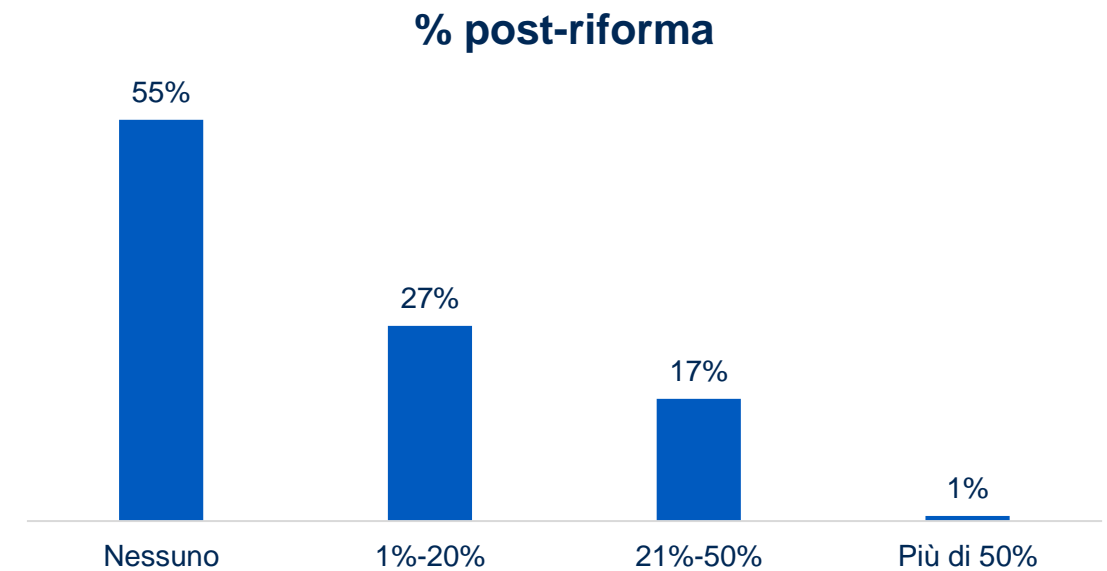
La seconda linea direttrice su cui si sviluppa l'**indice di «flessibilità statutaria»** è quella della **concentrazione/dispersione** degli sfruttamenti, in base al numero di questi ultimi.



- Come si può notare, la distribuzione del numero di sfruttamenti per ciascuna società è *normale*, concentrandosi in valori medio-bassi e medi di *opt-in* presenti negli statuti.
- La larga maggioranza delle società (75,9% del totale) opera uno sfruttamento medio degli *opt-in*: da 3 a 7, con un picco di 5 (18,4% delle società).
- Le restanti società (24,1% del totale) operano sfruttamenti «estremi»:
 - da 0 a 2 *opt-in* nel 7,5 dei casi
 - da 8 a 15 *opt-in* nel 16,8% dei casi

Indice di flessibilità statutaria – Concentrazione degli utilizzi (2/4)

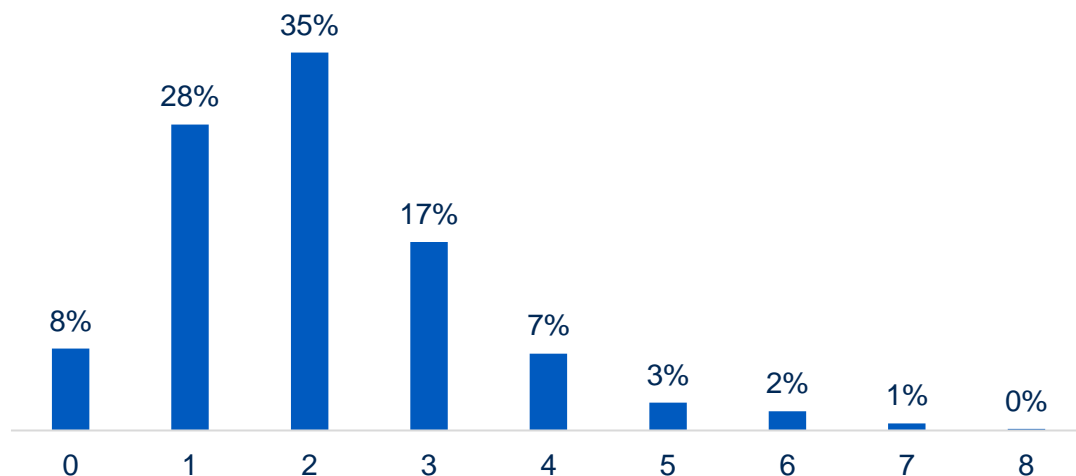
- Nella maggioranza assoluta dei casi (55%) le società sfruttano solo opzioni statutarie già a disposizione prima della riforma del diritto societario del 2003*.
- Solo in casi del tutto marginali (1%) almeno metà delle opzioni sfruttate è stata ammessa dopo la riforma del diritto societario del 2003.



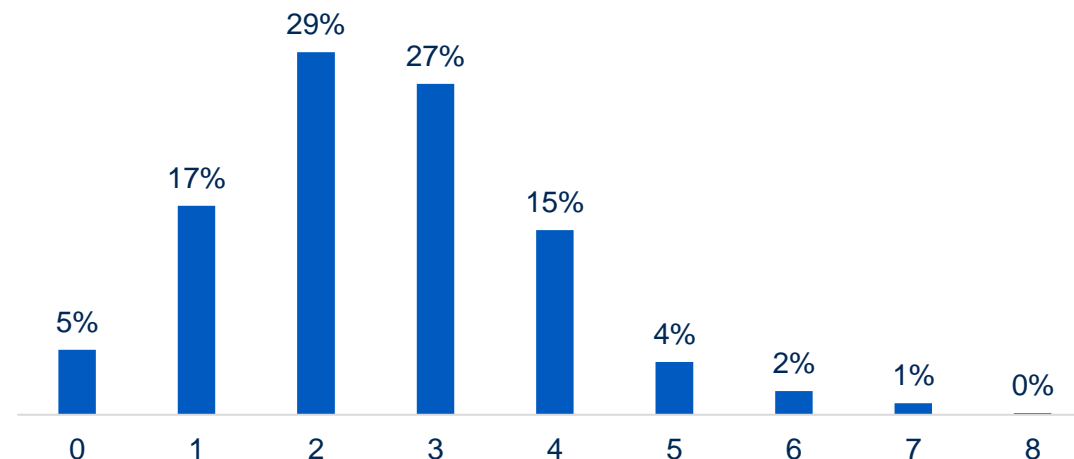
* Le flessibilizzazioni statutarie (incluse fra le variabili oggetto della più ampia analisi empirica) introdotte dalla riforma del diritto societario del 2003 o da successivi interventi legislativi sono le seguenti: sistemi alternativi di amministrazione e controllo (monistico e dualistico); assenza di indicazione espressa del valore nominale delle azioni; deviazioni dal sistema di default in materia di recesso (per quanto riguarda le cause e/o il prezzo di liquidazione delle azioni); spostamento in capo all'assemblea della competenza all'emissione di obbligazioni; possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi (SFP)

Indice di flessibilità statutaria – Concentrazione degli utilizzi (3/4)

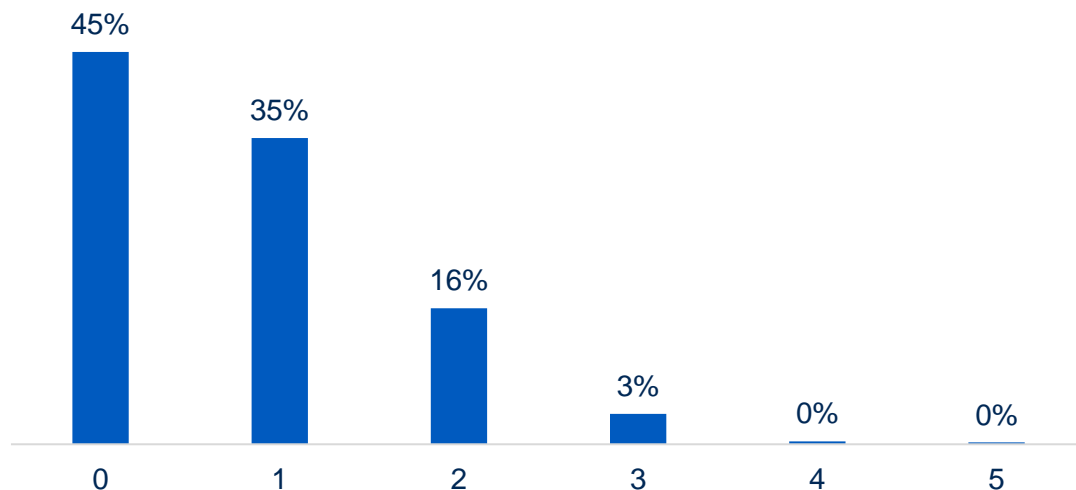
"Piano" soci e assemblea



"Piano" organo amministrativo



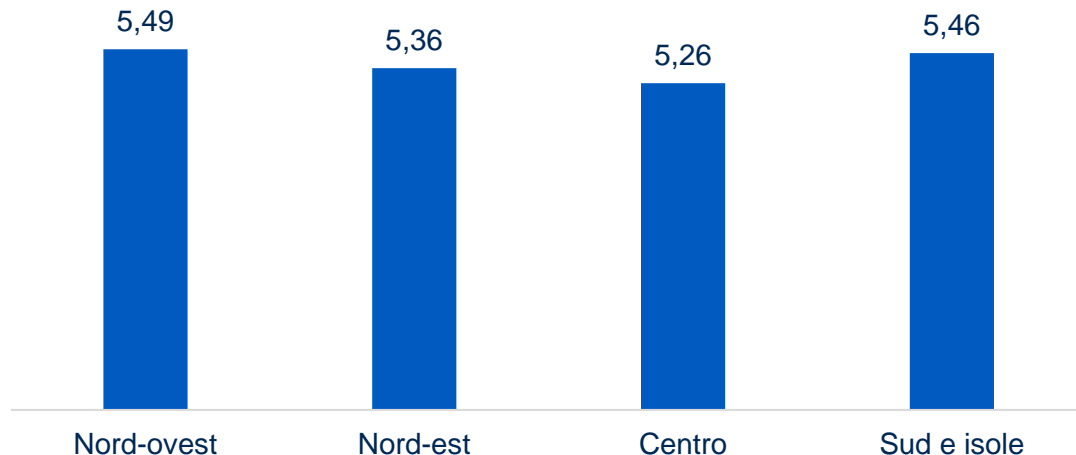
Struttura finanziaria



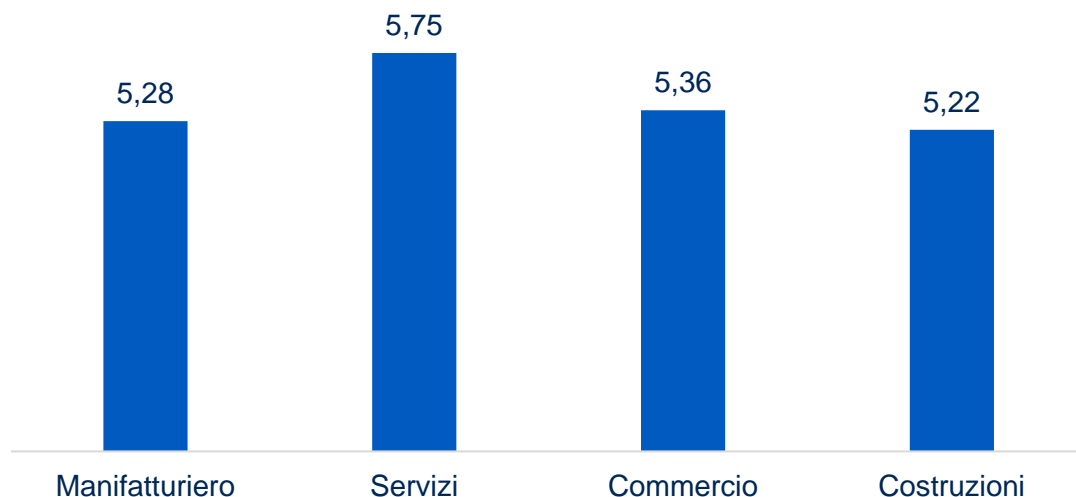
- Anche guardando alla «aree» di cui si è detto sopra, la distribuzione è *normale* in entrambi i settori del governo societario (raccogliendo la maggiore concentrazione fra 1 e 3 *opt-in*).
- L'«area» della struttura finanziaria evidenzia sfruttamenti molto contenuti.
- Vi è dunque un certo grado di equilibrio nello sfruttamento delle diverse tipologie di *opt-in*.

Indice di flessibilità statutaria – Concentrazione degli utilizzi (4/4)

Aree geografiche



Macro-settori



- In media, non si sono riscontrate particolari concentrazioni di sfruttamento delle possibili opzioni statutarie per quanto riguarda:
 - il collocamento territoriale delle società
 - i macro-settori di attività delle società
- Ciò significa che, a prescindere dalla sede e dall'oggetto, le società tendono a sfruttare, in media, un numero quantitativamente assimilabile di *opt-in*.

Dall'analisi* degli statuti sono emersi cinque gruppi identificabili per caratteristiche omogenee. In questo modo abbiamo preparato una doppia profilazione (per caratteristiche dello statuto e delle società), che ci permette di evidenziare le principali tendenze.

- Gruppo «base»: imprese le cui caratteristiche sono in linea con le caratteristiche generali del campione**
- Gruppo delle imprese familiari con nucleo di controllo: imprese che hanno superato la seconda generazione più spesso della media
- Gruppo delle imprese familiari a proprietà non concentrata: imprese familiari, spesso di prima generazione, ma senza un azionista di controllo
- Gruppo delle imprese con investitori finanziari: principalmente controllate o partecipate da fondi
- Gruppo delle imprese a controllo pubblico: imprese il cui principale azionista è lo Stato o uno o più enti locali

Nelle prossime slide presentiamo gli scostamenti di ogni cluster rispetto alla popolazione analizzata, in appendice sono disponibili le statistiche di dettaglio.

* Cluster analysis

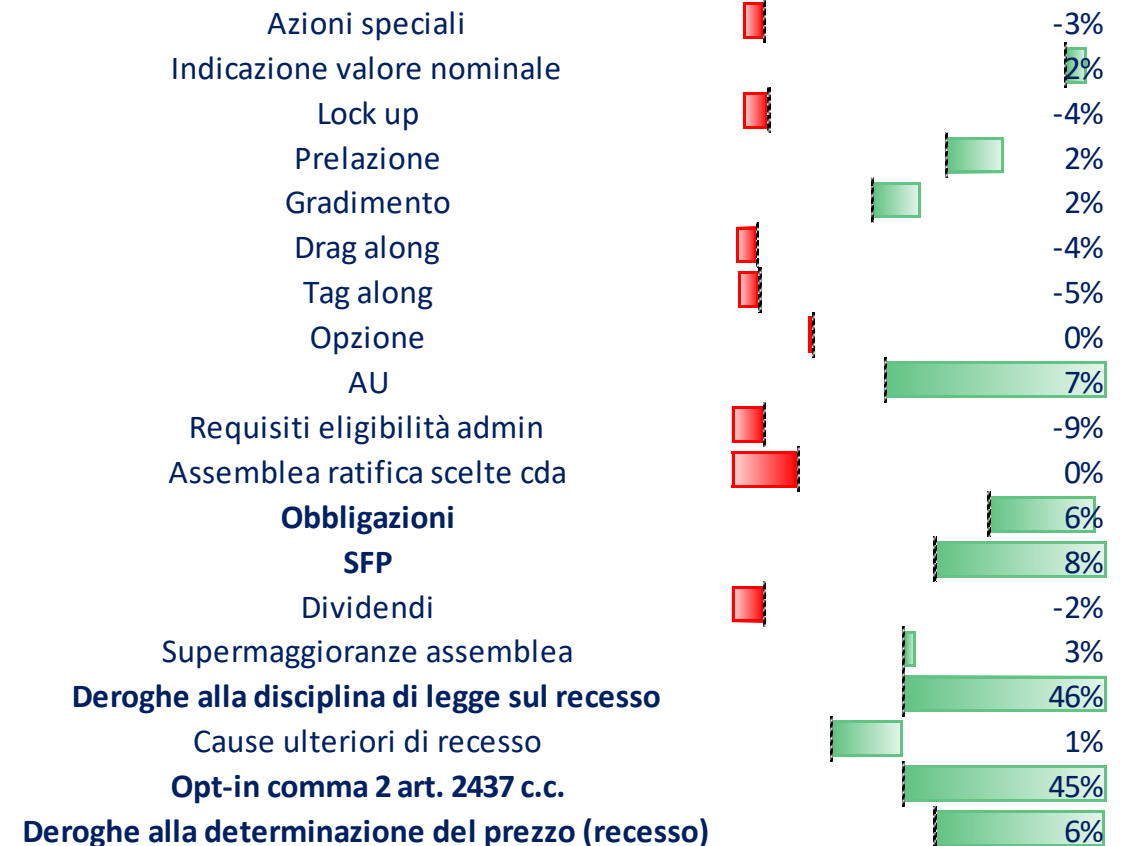
** Il dettaglio dei cluster è disponibile nell'appendice 2

Caratteristiche

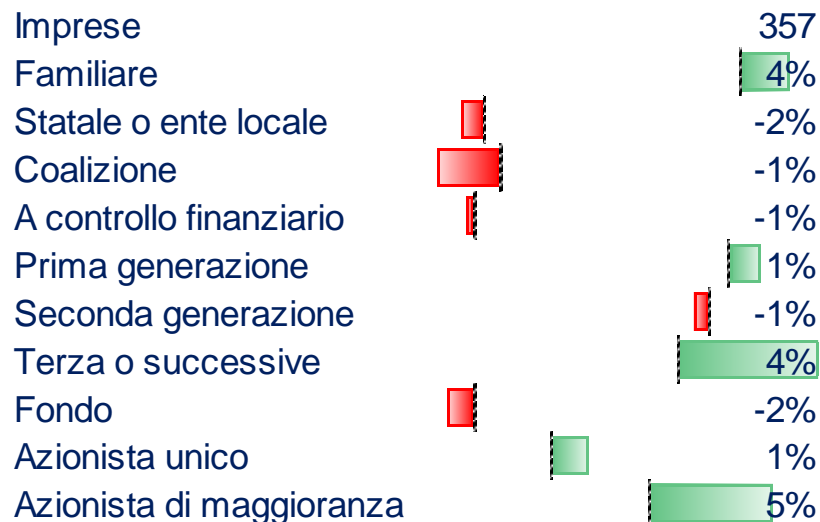


- Le imprese di questo cluster sono soprattutto familiari, con caratteristiche in linea con quelle della popolazione analizzata
- Introducono spesso deroghe alla disciplina del recesso e a quella dell'emissione di obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi

Caratteristiche statuti

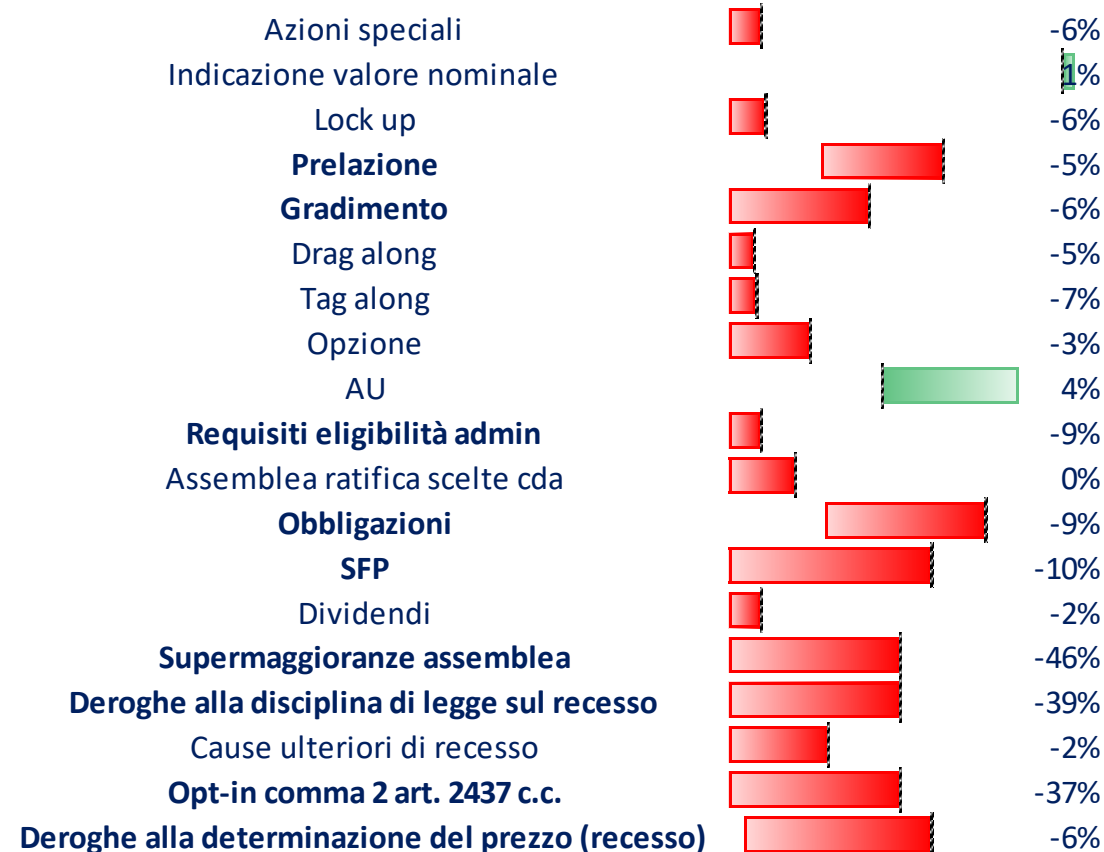


Caratteristiche



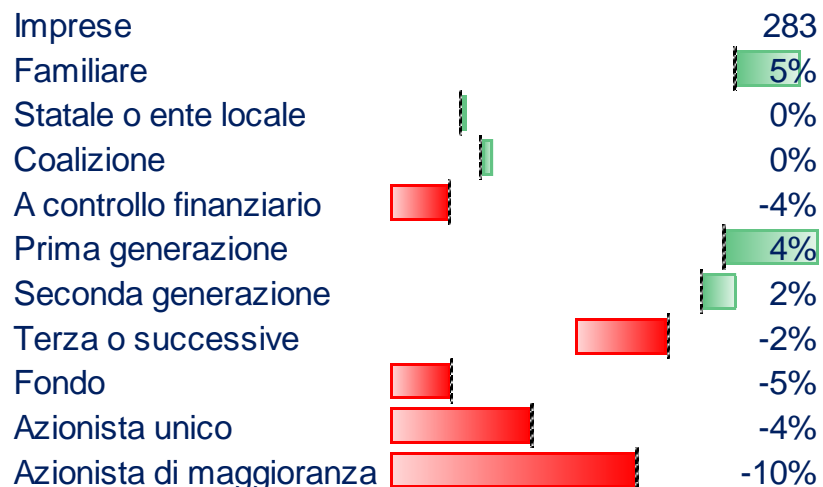
- Assente la disciplina del recesso
- Meno diffuse le clausole sulla trasferibilità delle azioni
- Maggiore possibilità di nominare amministratore unico
- Scarso ricorso a quorum deliberativi

Caratteristiche statuti



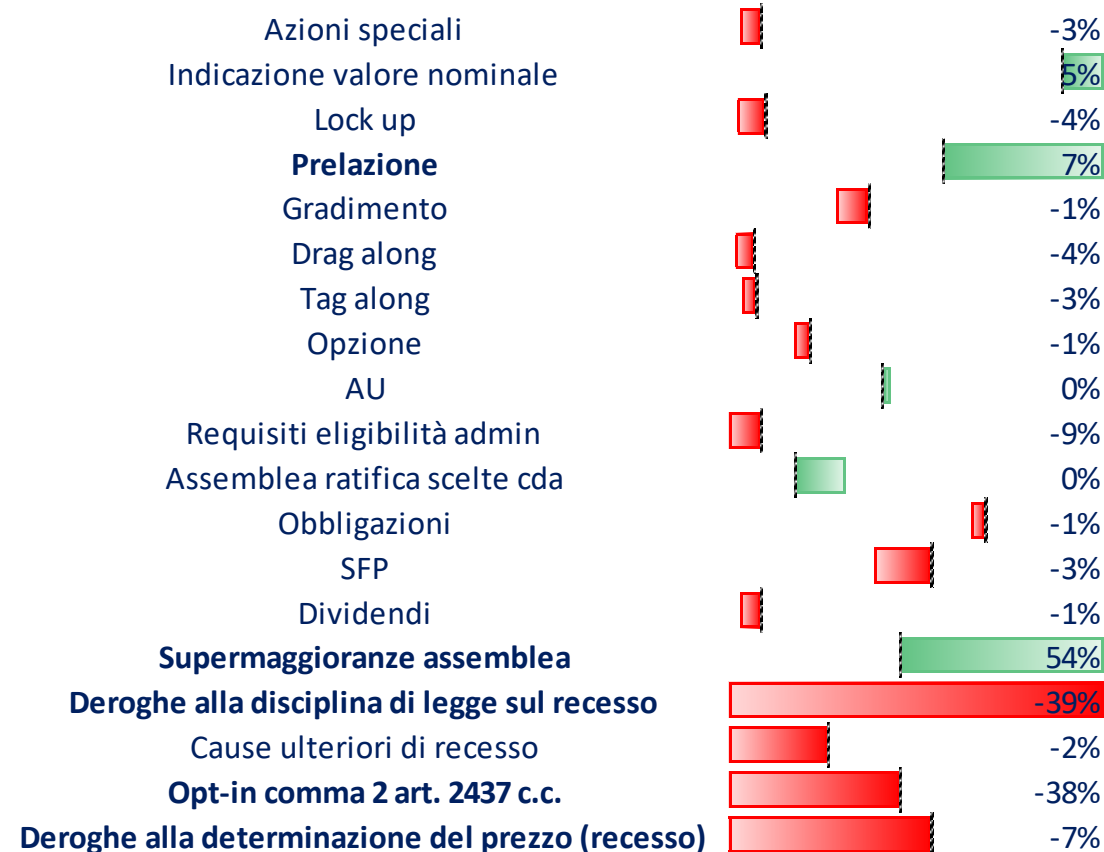
I cluster: Imprese familiari a proprietà non concentrata

Caratteristiche

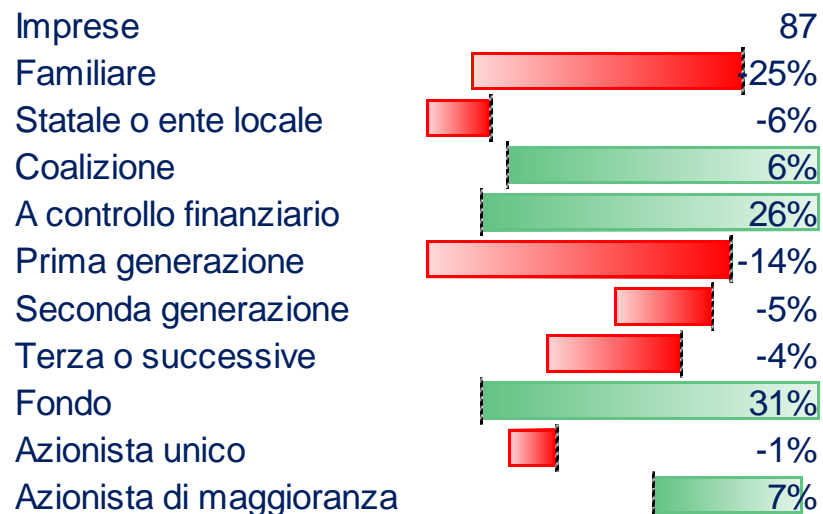


- Maggiore ricorso alla prelazione
- Elevata presenza di quorum deliberativi maggiorati
- Rare deroghe alla disciplina del recesso

Caratteristiche statuti

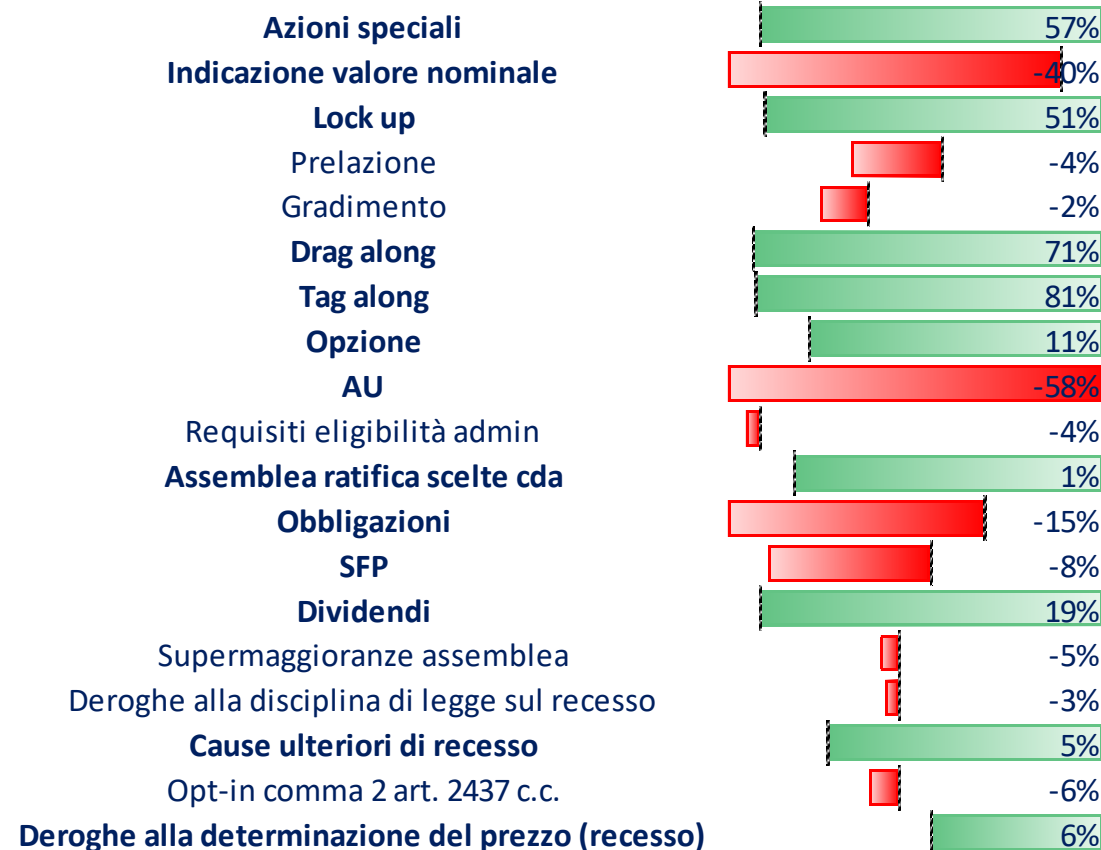


Caratteristiche

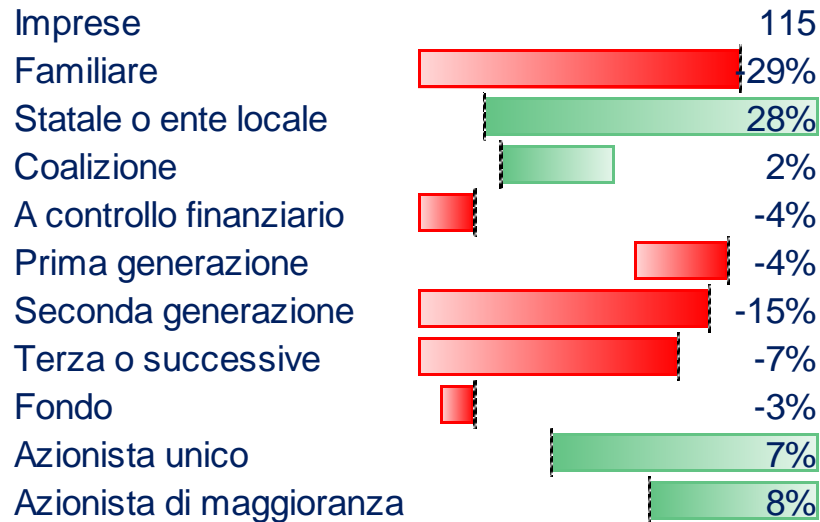


- Limiti alla circolazione delle azioni (drag e tag along, lock up)
- Categorie speciali di azioni e politiche dei dividendi
- Limitata facoltà di nominare amministratore unico

Caratteristiche statuti

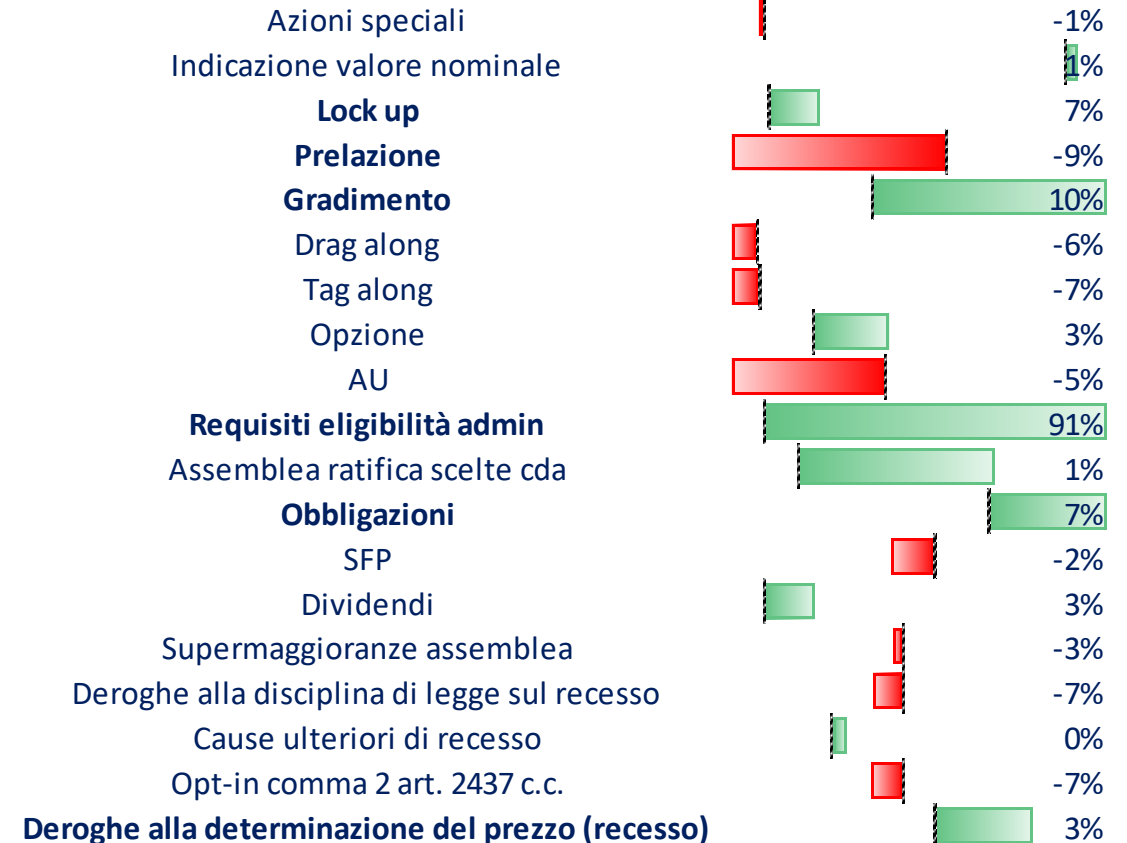


Caratteristiche

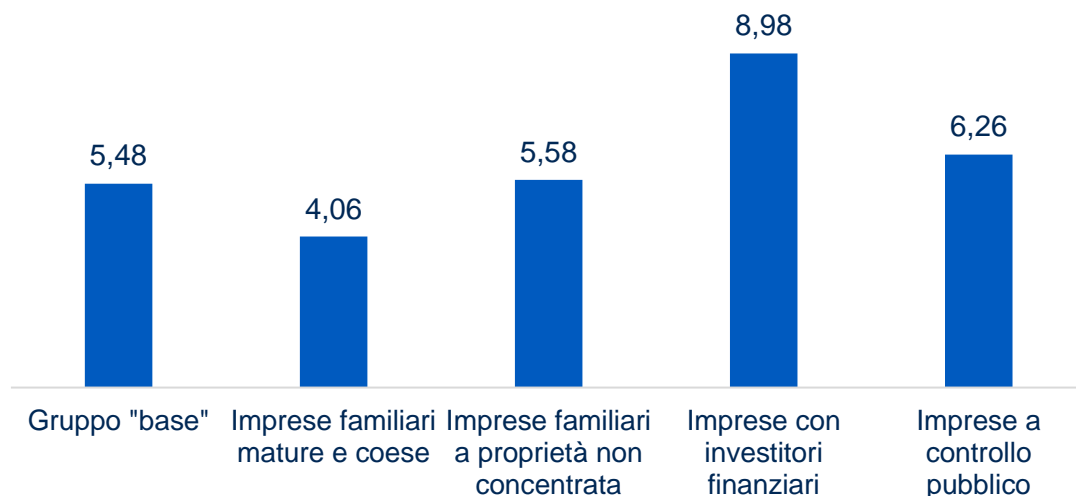


- Maggior ricorso a gradimento e lock up
- Meno presente la prelazione
- Politiche dei dividendi
- Maggior regolamentazione delle emissioni obbligazionarie

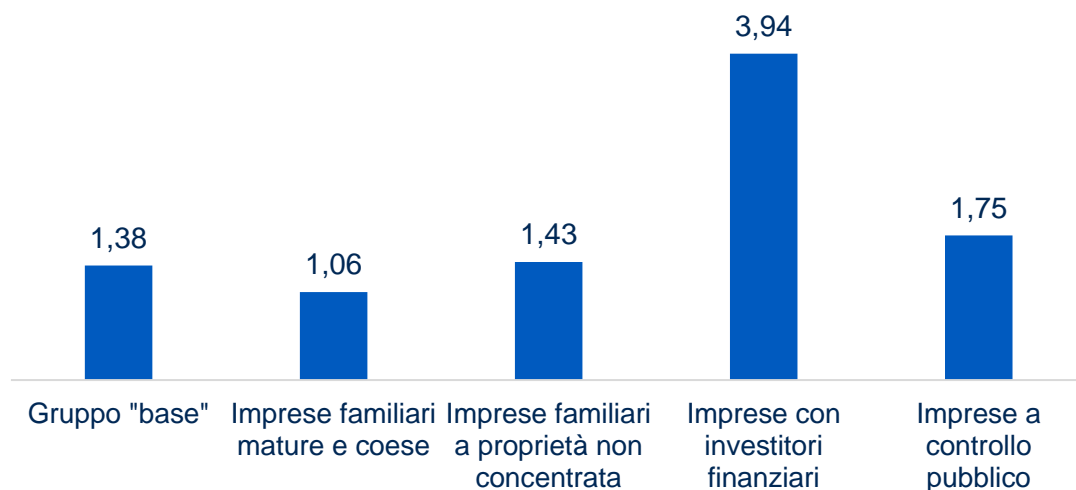
Caratteristiche statuti



Indice di flessibilità statutaria

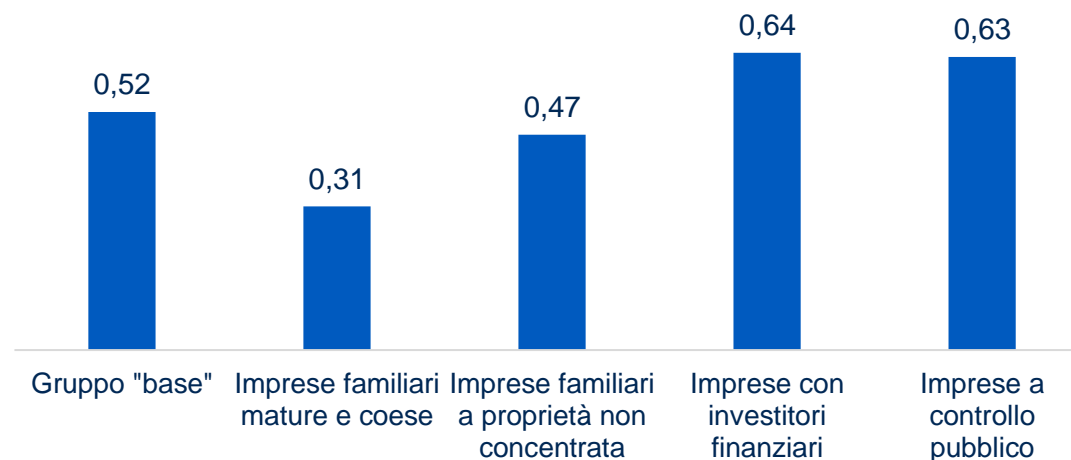


Indice di flessibilità: tutela minoranze

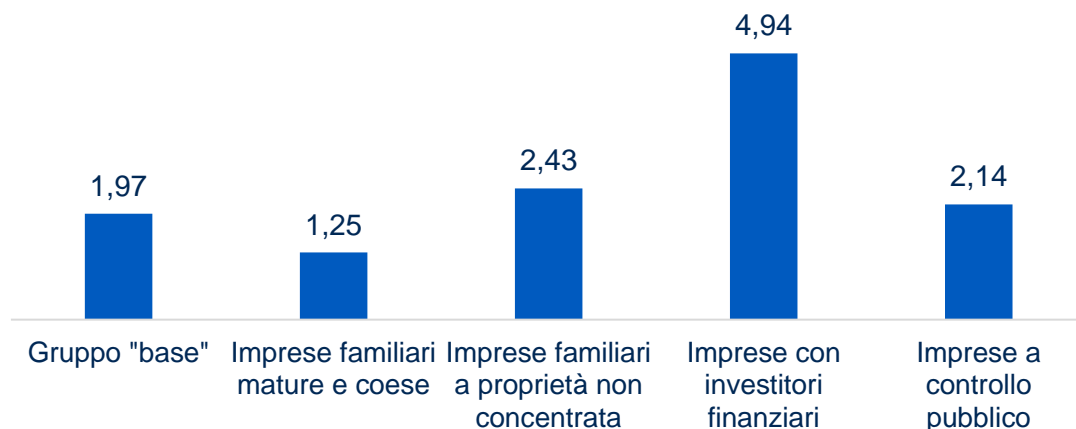


- Le imprese familiari a proprietà concentrata sono il gruppo con il minor utilizzo della flessibilità statutaria
- Le imprese con investitori finanziari sono invece il gruppo che fa il maggior ricorso alle facoltà concesse dal Legislatore
- La tutela delle minoranze è una dei principali obiettivi delle modifiche nelle imprese con investitori finanziari

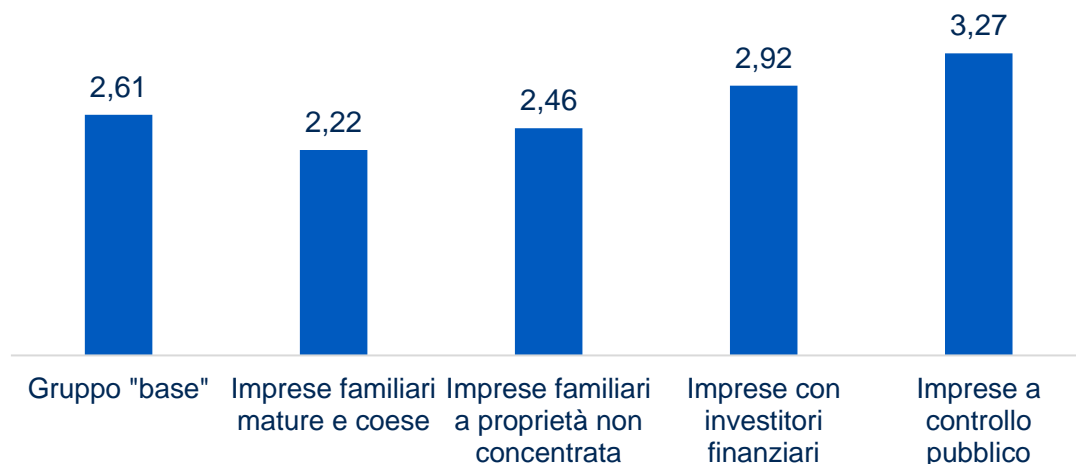
Indice di flessibilità: spostamento poteri ai soci



Governo societario – “Piano” soci e assemblea

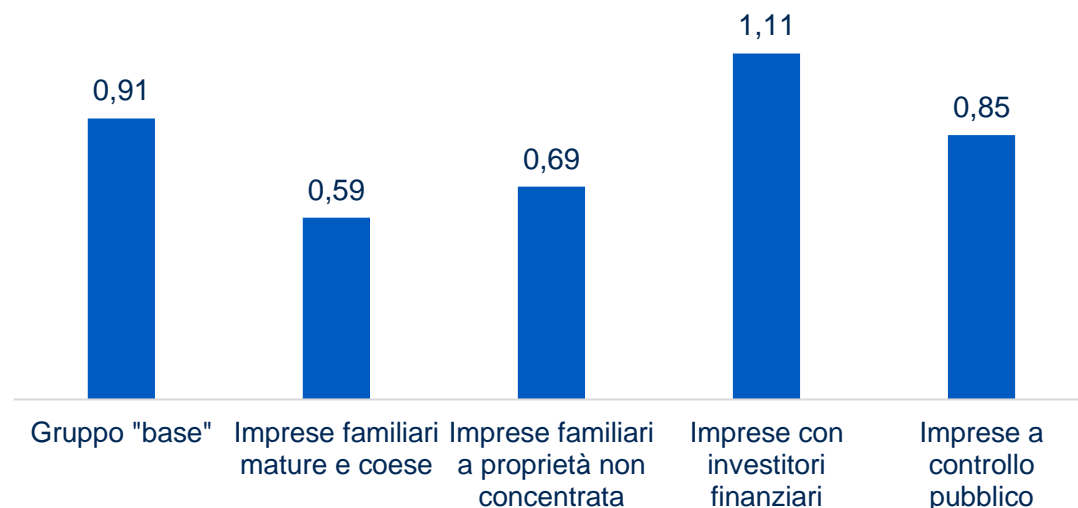


Governo societario – “Piano” organo amministrativo



- Considerando le diverse aree dell'indice, quella dove le differenze sono meno nette è l'area del piano organo amministrativo
- Le imprese con investitori finanziari sono particolarmente attente sia alle clausole dell'area soci e assemblea che a quelle relative alla struttura finanziaria

Struttura finanziaria:



Il team di ricerca

Luigi Arturo Bianchi

Professore Ordinario Università Bocconi

Alessandro Minichilli

Professore Ordinario Università Bocconi e Direttore Corporate Governance LAB

Daniela Montemerlo

SDA Professor e Professore Ordinario Università dell'Insubria

Marco Ventoruzzo

Professore Ordinario e Direttore Dipartimento di Studi Giuridici Università Bocconi

Valentino D'Angelo

PhD student Università Bocconi e Coordinatore Corporate Governance LAB

Federico Urbani

PhD Candidate Università Bocconi



Appendice 1: distribuzione numero minimo e massimo di amministratori

Numero amministratori	Minimo	Massimo
Due	574	1
Tre	771	20
Quattro	20	5
Cinque	82	408
Sei	15	29
Sette	29	453
Otto	2	19
Nove	19	340
Dieci	2	30
Undici	4	115
Dodici	2	14
Tredici	1	13
Quattordici		3
Quindici		47
Sedici	1	1
Diciotto		2
Diciannove		1
Venti		1
Ventuno		2
Ventidue		1
Venticinque		1
Trenta		2

- Tre statuti non regolano il numero di amministratori nominati
- Quindici statuti non fissano un numero massimo di amministratori

Appendice 2: I cluster – caratteristiche delle imprese

Cluster	N	Familiare	Statale o ente locale	Coalizione	A controllo finanziario	Prima gen.	Seconda gen.	Terza+ gen.	Fondo	Azionista unico	Azionista di maggioranza
Gruppo base	615	88%	1%	5%	4%	24%	46%	10%	6%	12%	46%
Imprese familiari con nucleo di controllo	357	85%	4%	5%	4%	25%	39%	13%	5%	14%	53%
Imprese familiari a proprietà non concentrata	283	86%	6%	7%	1%	28%	41%	7%	2%	9%	37%
Imprese con investitori finanziari	87	56%	0%	13%	31%	9%	34%	6%	38%	11%	54%
Imprese a controllo pubblico	115	52%	34%	9%	1%	19%	24%	3%	4%	20%	55%
Popolazione	1535	81%	6%	7%	5%	23%	40%	9%	7%	13%	47%

Appendice 2: I cluster – Clausole statutarie (1/2)

Cluster	Azioni speciali	Indicazione e valore nominale	Lock up	Prelazione	Gradimento	Drag along	Tag along	Opzione	Facoltà nomina AU	Requisiti eleggibilità amministratori
Gruppo base	4%	91%	4%	88%	27%	1%	3%	4%	76%	0%
Imprese familiari con nucleo di controllo	2%	90%	2%	80%	19%	1%	1%	1%	74%	0%
Imprese familiari a proprietà non concentrata	4%	94%	4%	92%	23%	2%	5%	3%	69%	0%
Imprese con investitori finanziari	64%	49%	59%	82%	23%	76%	89%	15%	11%	5%
Imprese a controllo pubblico	7%	90%	15%	76%	34%	0%	2%	7%	64%	100%
Popolazione	8%	89%	8%	85%	25%	6%	8%	4%	69%	9%

Appendice 2 : I cluster – Clausole statutarie (2/2)

Cluster	Assemble a ratifica scelte CdA	Obbligazio ni	SFP	Politiche dei dividendi	Super maggioranz e assemblea (capitale sociale)	Super maggioran ze assemblea (voti in assemblea)	Deroghe alla disciplina di legge sul recesso	Casi ulteriori di recesso	Deroghe alla determina zione del prezzo (recesso)	Opt-in comma 2 art. 2437
Gruppo base	0,0%	37%	38%	3%	49%	1,4%	85%	3%	14%	83%
Imprese familiari con nucleo di controllo	0,0%	21%	20%	3%	0%	3,3%	1%	0%	2%	1%
Imprese familiari a proprietà non concentrata	0,3%	30%	27%	4%	100%	2,7%	0%	0%	1%	0,4%
Imprese con investitori finanziari	1,1%	15%	22%	24%	41%	2,2%	37%	6%	14%	32%
Imprese a controllo pubblico	0,8%	37%	27%	8%	44%	6,1%	33%	2%	11%	31%
Popolazione	0,2%	30%	30%	5%	46%	2,6%	40%	2%	8%	38%